证券研究报告

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

从思摩尔看电子烟黄金时代

证券分析师： 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

二零二零年七月二十二日

VISIT…

LANZAROTE
Caliente.COM

扫码免费领取资料



房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等......

扫码加微信lax988988领取资料



==

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信

联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练
32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦...........

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。



投资要点

- 传统卷烟销量持续下滑，电子烟成全球烟草市场新增长点。电子烟可分为蒸汽型电子烟和加热卷烟两大类。根据Frost & Sullivan统计，蒸汽型电子烟市场从14年的124亿美元增长至19年的367亿美元，预期2024年市场份额将达到1,115亿美元，市占率可达9.3%；加热卷烟19年全球销售额达到171.3亿美元，预计2024年HNB市场可达到277亿美元，市场空间同样广阔。随着电子烟渗透率不断提升，将成为烟草市场的重要一环。
- **从思摩尔上市看蒸汽型电子烟产业链，优质产品力构筑护城河：**
  - 上游主要为电池、芯片等组件，思摩尔通过长期合作打造良好供应体系，并引入亿纬锂能产生协同效应，同时在上游原料价格下跌背景下，利润率提升空间充分释放。
  - 中游制造商通过技术实力打造优质产品，构建竞争壁垒。以思摩尔为例，推出独家FEELM含陶瓷雾化芯技术，通过高端含陶瓷雾化设备的推出，实现产品矩阵的升级，毛利率自17年的27%提升至19年的44%，形成护城河。
  - 下游渠道为王，销售网络布局助力规模迅速提升。以思摩尔为例，在全球拥有260家分销商，同时与日本烟草、奥驰亚子公司、英美烟草子公司、悦刻等大客户深入合作，迅速扩张形成规模效应，17-19年分别实现收入15.7/34.4/76.2亿元，CAGR达到120%；实现净利1.9/7.3/21.7亿元，CAGR达到239%。
- **加热不燃烧（HNB）产品发展或加速：** IQOS取得FDA的MRTP认证，或助力HNB产品加速扩张；同时国内中烟公司旗下四川中烟、云南中烟等纷纷发布HNB产品并开设线下体验店。HNB市场有望加速发展，并带动烟用香精、烟草薄片需求量迅速增加，驱动【华宝国际】等相关企业业绩提升。
- **投资建议：** 健康关注度提升及政策限制推动新型烟草发展，思摩尔上市带动电子烟关注度提升，建议持续关注产业链龙头，包括全球雾化设备龙头【思摩尔】；锂电行业龙头并持有思摩尔33%股权的【亿纬锂能】；烟用香精龙头及拥有烟草薄片生产资质的【华宝国际】；IQOS精密件二级供应商【盈趣科技】；小米生态新型烟草主渠道、云南中烟合作商【劲嘉股份】
- **风险提示：** 政策不确定性风险；贸易摩擦风险加剧；成本上升风险；宏观经济波动风险。

目录

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES



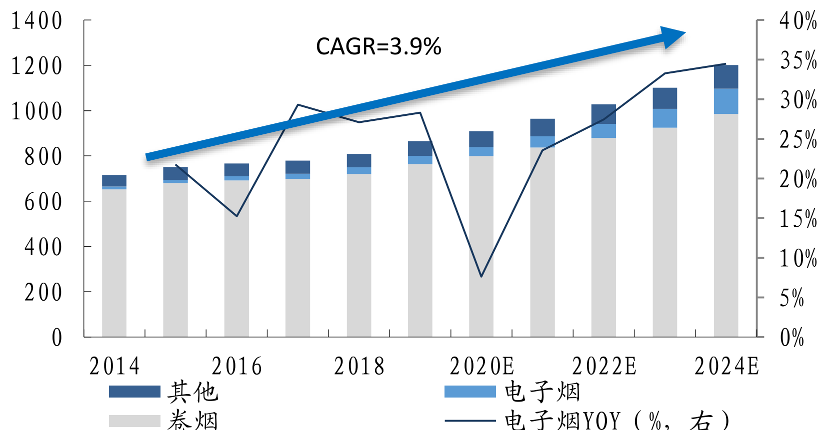
- 烟草行业迎变革，电子烟的黄金时代
  - 传统烟草持续下滑，电子烟驱动烟草新增长
  - 政策风向风云变幻，或将推动行业集中度提升
  - 电子雾化设备：电子烟核心组件，医用场景或迎新机遇
  - 思摩尔：电子雾化领域领导者，盈利表现亮眼
- 从思摩尔观蒸汽型电子烟产业链
  - 上游原材料价格下降释放中游利润空间
  - 研发实力打造中游产品力，构筑护城河
  - 下游渠道为王，全球销售网络助力规模扩张
- 蒸汽型电子烟外，加热不燃烧（HNB）发展或加速
- 投资建议与风险提示

烟草行业迎变革，电子烟的黄金时代

传统香烟增长乏力，电子烟支撑烟草市场规模扩张

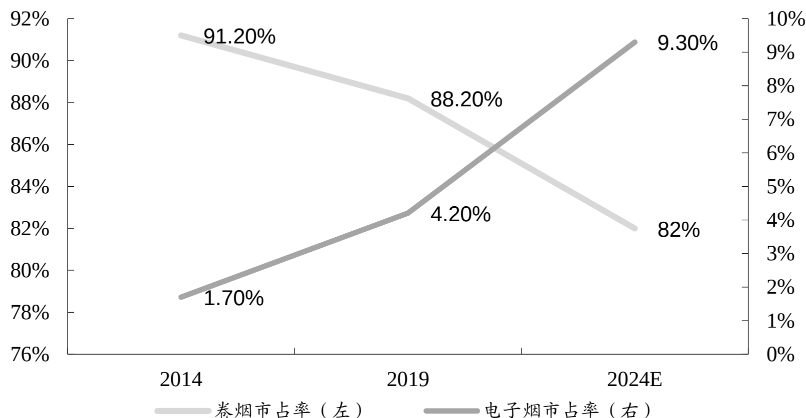
- **烟草市场规模稳步扩张，传统香烟零售量持续下滑**。按收益划分，全球烟草市场规模从2014年起以3.9%的CAGR上升，2019年达到8,654亿美元。其中卷烟拥有八成以上市占率，但市占率逐年下降，预期传统卷烟销量将持续性下滑，零售价格的上涨也难以抵消其影响。
- **电子烟后劲十足，有望成为烟草市场新的驱动力**。消费者对健康越发重视和全球控烟政策的严峻环境下，电子烟应运而生，被认为是传统烟草制品的理想替代物，逐步成为烟草行业的新焦点。根据Frost & Sullivan统计，2014年电子烟市场规模124亿美元，市占率仅为1.7%，19年市场规模增至367亿美元，市占率达到4.2%。考虑到电子烟技术的进一步成熟，2024年电子烟市场份额将达到1,115亿美元，在烟草市场的占有率达9.3%，成为重要一环。

图1：全球烟草市场规模稳步上升（十亿美元）



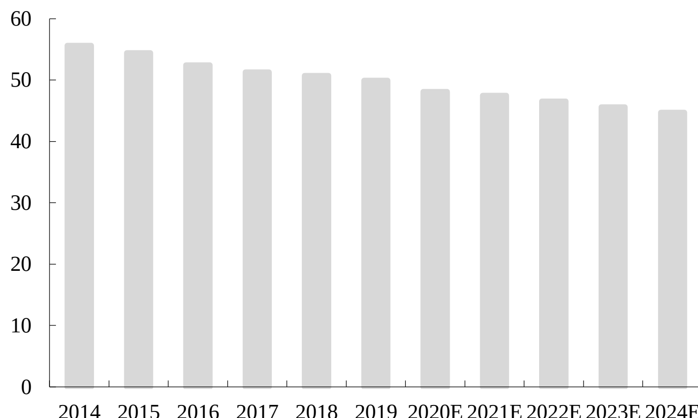
数据来源：思摩尔招股书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

图2：卷烟市占率持续下降，电子烟市占率大幅提升



数据来源：思摩尔招股书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

图3：全球传统香烟销量下降（亿支）

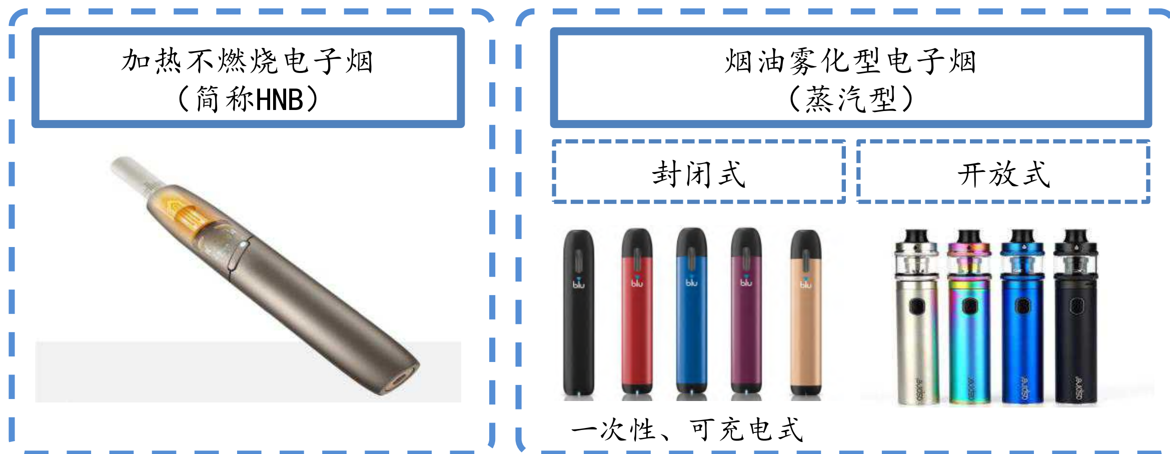


数据来源：欧睿，东吴证券研究所

电子烟分化多种产品类型，满足多样需求

- 电子烟是一种类似传统卷烟，却以电池供电的电子设备。它能把烟弹内的尼古丁转变成雾气，让使用者在吸食时体验出类似吸烟的体验感。
- **按出烟原理分为加热不燃烧型和烟油雾化型（蒸汽型）电子烟。**加热不燃烧电子烟是通过加热烟草产生含尼古丁的雾化器，而烟油雾化型是加热雾化液。
- **其中，蒸汽型电子烟包括封闭式与开放式。**封闭式的电子雾化器属于消耗品，一般3-12天内需要更换。而开放式电子雾化设备可满足使用者个性化需求，使用者可自己更换发热丝、电池模组且可在自行注入各类不同的电子雾化液，更具有灵活性。

图5：按出烟原理的电子烟分类



数据来源：思摩尔招股书，中国电子烟资讯，东吴证券研究所整理

图4：封闭式电子烟和开放式电子烟





数据来源：思摩尔招股书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

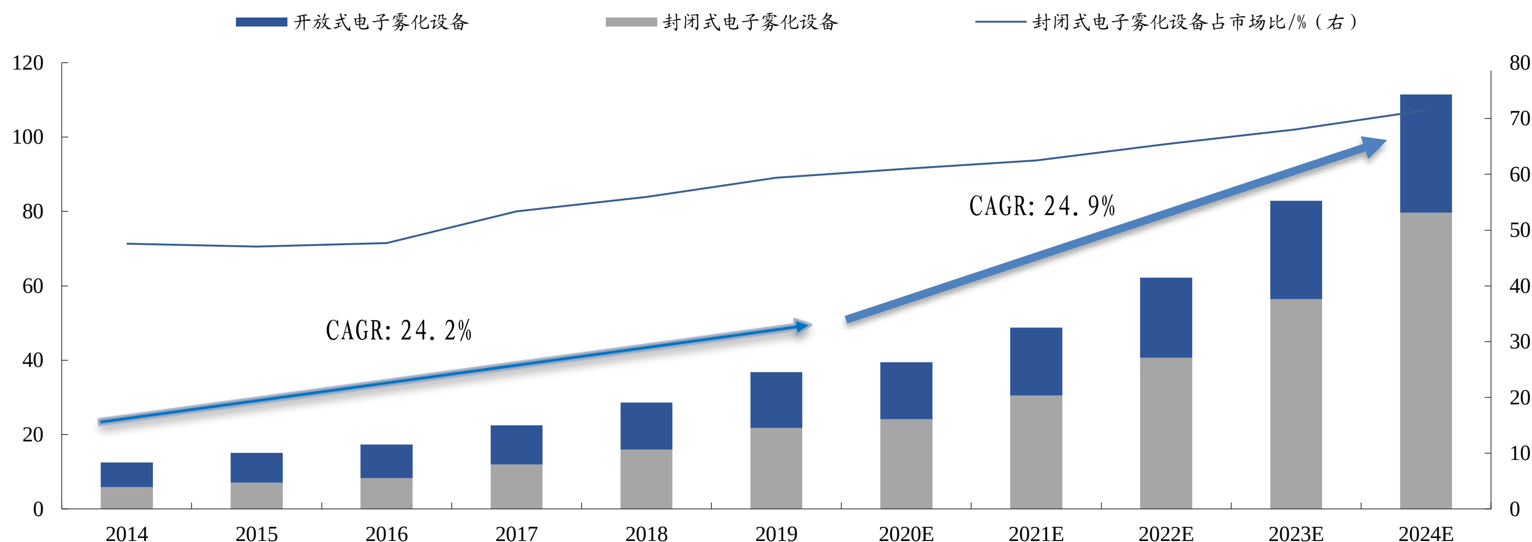
传统烟草持续下滑，电子烟驱动烟草新增长

全球电子烟市场快速增长，封闭式电子烟占主导

- **电子烟市场规模快速增长，成长空间广阔。**受益于消费者认可、知名度提升和持续创新，全球电子烟市场规模由2014年的124亿美元增至2019年的367亿美元，年复合增长率高达24.2%，且预期以24.9%的年复合增长率增至2024年的1115亿美元，电子烟将逐渐成为烟草公司的竞争焦点和营收增长点。

- **两类电子烟中，封闭式电子雾化设备占主导。**电子烟市场强劲增长的同时，封闭式电子雾化设备占电子烟市场规模比也逐步提升，由2014年占市场规模的47.6%提升到2019年的59.4%，占据主导地位。其市场规模以30%的年复合增长率从2014年的59亿美元提升至2019年的218亿美元。

图6：全球电子烟市场规模快速增长（十亿美元）



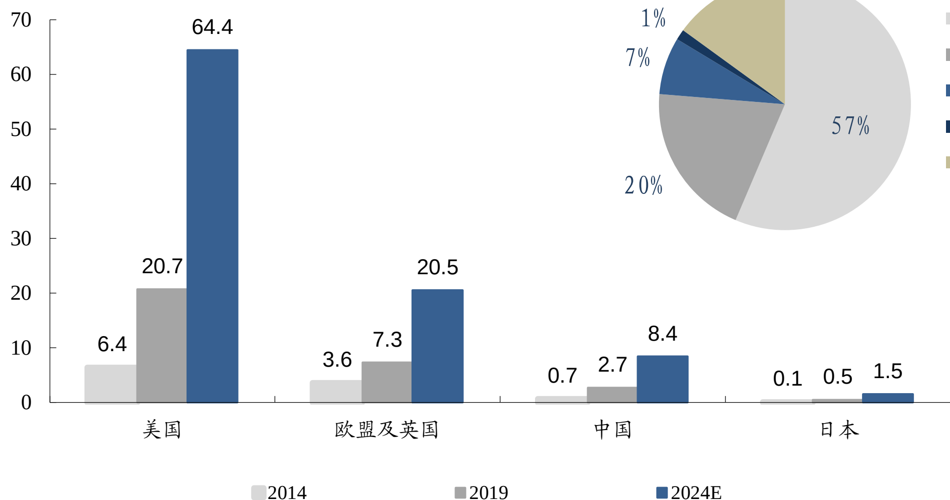
数据来源：思摩尔招股书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

欧美电子烟消费居首，中国市场渗透率仍在低位

- **电子烟需求集中于北美及欧洲。**美国消费全世界近60%的电子烟，市场规模由2014年的64亿美元增至2019年的207亿美元；欧盟及英国的电子烟市场规模与世界规模比例高达20%，根据欧睿统计，其中英国贡献约44%的份额，市场规模仅次于美国。考虑到产品渗透率进一步加深，2024年美国、欧盟及英国的市场规模将分别达到644（较2019年增长211%）、205（较2019年增长181%）亿美元。

- **中国电子烟的市场渗透率较低，若政策放开将释放巨大潜力。**据中国疾控中心和美国CDC统计，2018年中国15岁以上人群吸烟率达26.6%，而美国只有13.7%，中国烟草需求规模巨大。电子烟消费方面，美国电子烟人均消费达62.7美元，中国只有0.19美元。电子烟作为传统烟草的替代品，在政策允许的情况下，未来在中国具备较大的市场提升空间，据艾媒数据统计，预期2021年市场规模将达到91.7亿元。

图7：美国电子烟市场规模位居第一，未来空间巨大（十亿美元）



数据来源：思摩尔招股书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

图8：2019年美国电子烟市场规模占比57%

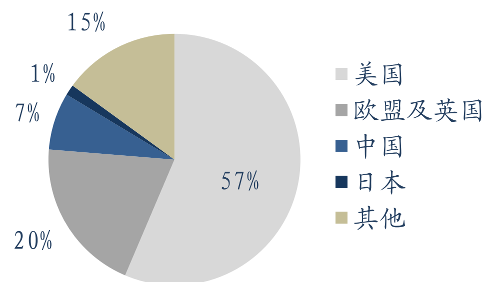
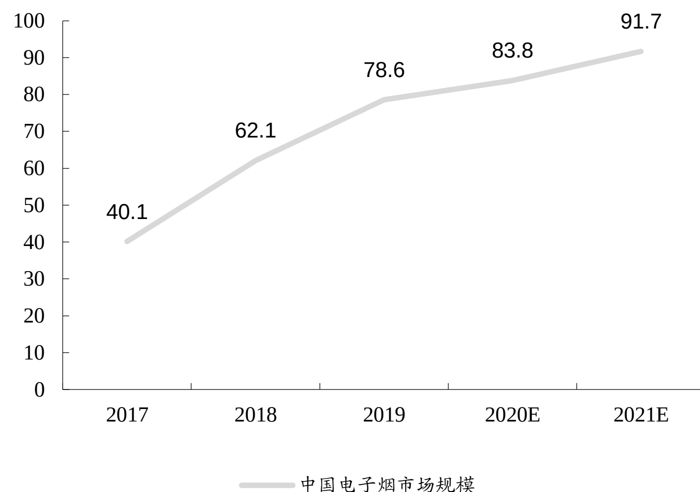


图9：中国电子烟市场规模空间可期（亿元）



数据来源：艾媒数据中心，东吴证券研究所

政策风向风云变幻，或将推动行业集中度提升

国际政策对比：美国竞争格局将被改写，中国政策仍不明朗

- **美国：监管政策逐渐完善，竞争格局或将改变。**调味电子烟和封闭式电子烟受到政策限制，开放式电子烟不受禁令影响，发展向好。通过PMTA审核的企业将获得长足发展。

- **中国：禁止未成年人吸烟，线上销售全面叫停。**电商平台，互联网销售均被限制，电子烟广告等均遭叫停，未来政策走向仍不明朗。

表1：各国主要电子烟相关政策汇总

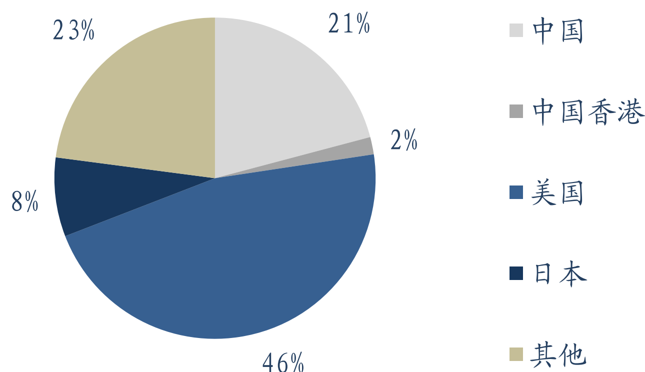
国家	时间	政策	具体内容
美国	2020年1月	FDA禁售调味型电子烟	为防止青少年使用和沉迷于任何烟草产品，未经授权的带味香精盒装电子烟（烟草或薄荷醇除外）的公司需在30天内停止生产和销售，否则可能会面临FDA执法行动。针对**电子烟商店出售的开放式电子烟产品不受影响**。
	2020年4月22日	PMTA烟草预上市申请	2007年2月15日后，**任何新型烟草产品的合法上市都需要经过美国 FDA 审批**，该机构需要全方位考量这款产品是否有利于公共健康。目前向FDA提交PMTA的截止日期为2020年5月12日，受新冠疫情影响推迟至2020年9月9日。
欧盟	2014年4月3日	欧盟烟草指令 TPD(2014/40/EC)	在五个方面对所有类型的电子雾化设备、加热不燃烧设备及其相应组件进行规管：制造商分销商提供的资料、广告及促销、安全问题及警告、产品展示和有关可疑风险的临时措施。
中国	2018年8月28日	《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	我国市场主体不得向未成年人销售电子烟，同时建议电商平台应对含有“学生”“未成年人”等字样的电子烟产品下架,对相关店铺(销售者)进行扣分或关店处理。
	2019年11月11日	《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	**全面叫停电子烟网上销售和广告宣传。**《通告》要求各类市场主体不得向未成年人销售电子烟；敦促电子烟生产、销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端，电商平台及时关闭电子烟店铺并将电子烟产品及时下架，电子烟生产、销售企业或个人撤回通过互联网发布的电子烟广告。

数据来源：思摩尔招股书，FDA，东吴证券研究所

➢ 电子烟企业变中求稳，深耕美国市场

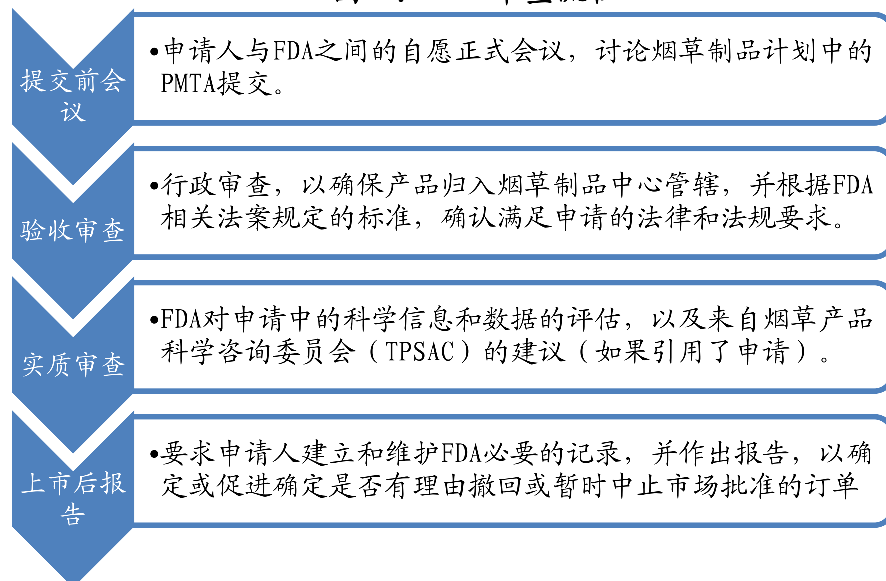
- **美国市场占据重要的销售份额**，美国对电子烟的需求相较其他国家更加强烈，电子烟市场发展的也相对完善，2019年，美国电子烟市场规模约为207亿，远高于欧盟的73亿和中国的27亿。其中，电子烟龙头思摩尔2018年在美国市场的销售收入占比最高，达到40.4%。
- **禁售调味烟**：这一政策使思摩尔前五大客户中有三家受到影响，需要调整产品销售组合。封闭式烟弹大多被禁止，一次性小烟与开放式大烟不在禁售范围内。思摩尔的开放式产品未受影响。
- **PMTA即将截止：电子烟产品只有获得PMTA认证，才可以继续售卖。**产品申请需提供科学数据以证明销售新烟草产品适合保护公众健康，符合美国国会制定的适用标准，包括考虑产品的市场营销如何影响青少年使用，FDA将用6个月审查申请。
- **美国日渐严厉完善的监管政策有利于提高行业集中度：PMTA耗资巨大，流程繁复，中小企业很难通过。**截至2019年底，只有IQOS和一家瑞典公司通过了PMTA。政策监管下中小企业很有可能被迫退出赛道，行业龙头有望提升集中度，其中思摩尔作为行业的佼佼者也将抓住机遇顺势而上。

图10：2019年思摩尔销售区域分布



数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所
注：2019年发往香港的产品中，有93.4%的产品将发往美国，故将该部分计入间接美国销售额

图11：PMTA审查流程



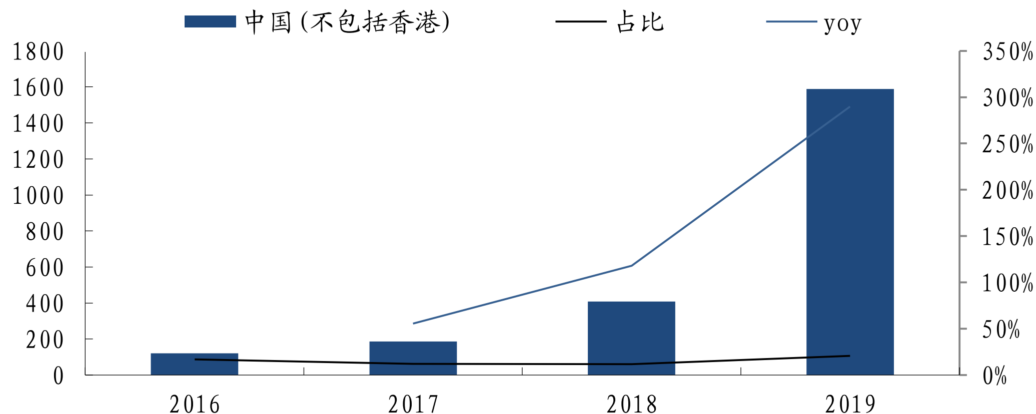
数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

东吴证券 SCS SOOCHOW SECURITIES

➢ 中国对电子烟政策仍不明确，思摩尔中国市场发展迅速

- **中国将全面清理互联网电子烟售卖。**国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局将于2020年7月10至2020年9月10日联合开展电子烟市场专项检查行动，努力构建未成年人免受电子烟侵害长效机制。
- **目前国家并未限制电子烟生产与线下售卖，但未来政策形势仍不明确。**思摩尔或因政策限制调整业务发展方向，包括产品生产和销售模式。
- 2018 年全国成人烟草调查报告显示，我国约有 3.2 亿烟民，约占全球烟民的 1/3。2017年，我国卷烟零售市场超 1.4 万亿元。**中国电子烟市场渗透率不足，若政策未加限制，未来空间可观。**思摩尔作为电子烟雾化器龙头企业，也将在中国市场持续快速扩张。
- **思摩尔在中国市场的销售收入维持高速增长势头。**2019年思摩尔在中国市场（不包含香港）的销售收入增长率达289.68%，占比达到20.87%。

图12：思摩尔在中国市场的销售收入维持高速增长势头（百万



数据来源：思摩尔招股书、东吴证券研究所

烟草税：我国蒸汽电子烟税率尚未落地，或将看齐传统烟草

- **传统烟草税约为60%。**中国烟草税主要包括消费税和增值税。
- 其中调拨价70元/条以上的税率为56%，70元以下的税率为36%，同时按每支0.003元从量计征。除此之外还有13%的增值税。烟草税率远高于企业所得税，酒类消费税等其他税率。
- 烟草税在我国税收中占据重要位置，中烟公司掌控了中国的烟草产业链，在专卖制度下，一切烟草业务都在法律和国有范畴内运行。高额利税给国家带来重要税收。
- **我国烟草税率在中等收入国家中处于中游水平。**世界卫生组织《2018全球烟草流行报告》数据显示，2018年101个中等收入国家中，14个国家烟草税率高于75%，35个国家烟草税率在50%-75%之间。

- **蒸汽型电子烟税率尚未落地。**电子烟当前仅按普通消费品收税，只需上交13%的增值税。
- 2017年，国家烟草专卖局积极研究制定加强新型烟草制品监管的政策法规，推动新型烟草制品纳入监管。
- 2019年，《电子烟》强制性国家标准已审查完毕，但迟迟未批准发布。

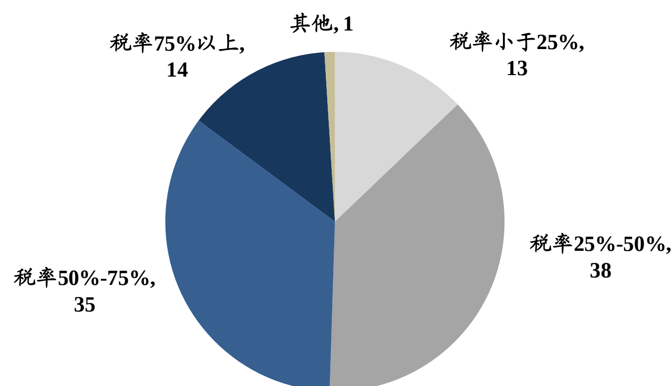
- **加热不燃烧烟草制品属于《中华人民共和国烟草专卖法》所定义的卷烟，属于烟草专卖品，征收消费税和增值税。**

表2： 2018年我国各项税收比较，烟草税是我国重要的税收来源

项目	亿元
国家国内增值税	61530.77
国家国内消费税	10631.75
国家烟草税	111.35

数据来源：国家统计局，国家烟草专卖局，东吴证券研究所

图13：2018年中等收入国家烟草税率分布情况（单位：个）



数据来源：世界卫生组织，东吴证券研究所

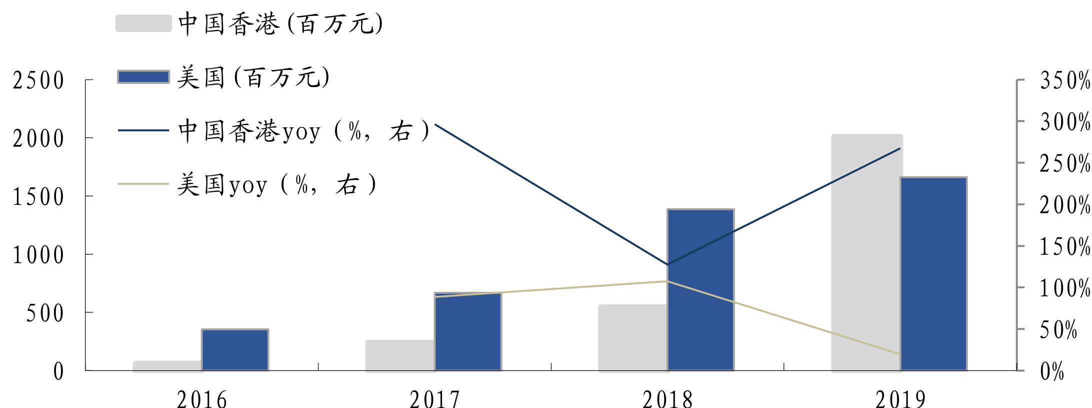
贸易战：对优质企业并未造成过多影响，行业整合进程加快

- **贸易战对我国高新技术产业和制造业产生严重的负面影响。**
- 部分企业缺失内部核心技术，致使高新技术企业业绩严重下滑。制造业与信息化融合的进程也被影响。

- **以思摩尔为例，一些优质企业并未被影响。**
- 思摩尔2018年和2019年在美国市场的销售收益分别为13.9亿和16.6亿，2018年同比增长107%。2019年香港销售的产品有93.4%最终仍销往美国，因此思摩尔在美国市场维持了飞速扩张的势头。思摩尔掌握了**先进技术**，在美国有**稳定客户**，稳步发展，几乎未受影响。

- **行业整合逐渐加快。**我国进出口贸易受到冲击，不少行业竞争加剧，中小企业退出竞争，有利于龙头企业的发展。思摩尔作为电子烟行业领军者之一也将受益市场份额持续提升。

图14：思摩尔2018-2019出口美国的销量未受贸易战影响



数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

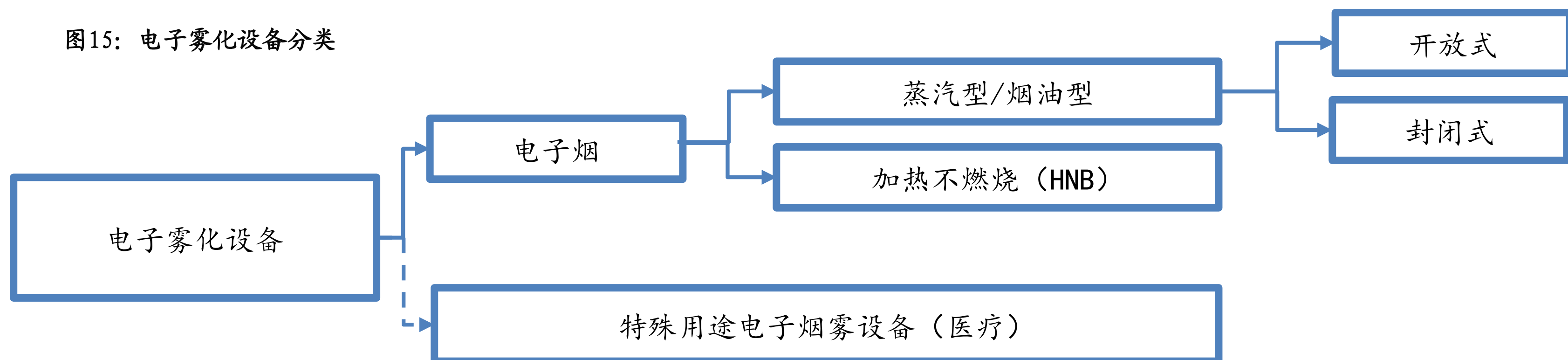
注：2019年93.4%的香港销售额转销美国

电子雾化设备：电子烟核心组件，医用场景或迎新机遇

电子雾化设备规模稳步增长，医用设备大放异彩

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

图15：电子雾化设备分类

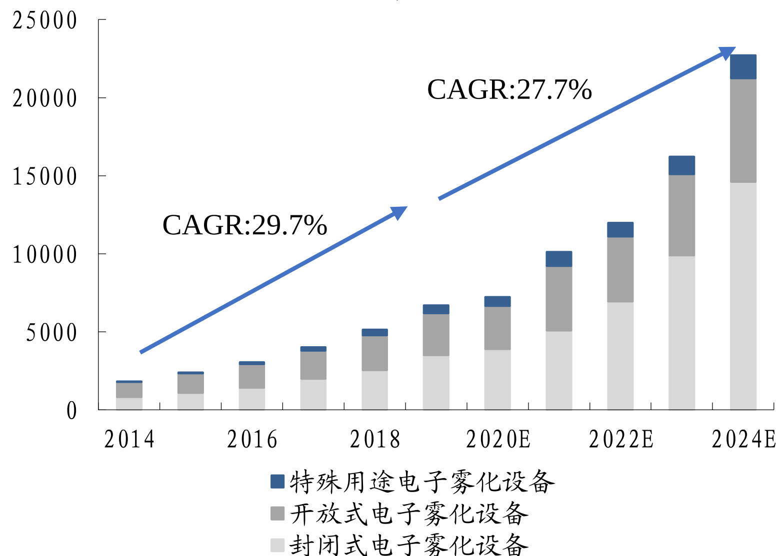


数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

➢ **全球电子雾化设备市场规模稳步增长，应用多样性增强**

- **全球电子雾化设备囊括电子烟与特殊用途电子雾化设备，市场规模稳步增长。**电子雾化设备市场包括封闭式、开放式与特殊用途电子雾化设备，后者包括多种应用，可应用于医疗或娱乐CBD及THC雾化。雾化设备市场规模以年复合增长率29.7%由14年的18.28亿美元增至19年的67.02亿美元。
- **雾化设备的医疗场景应用未来前景广阔。**特殊用途电子雾化设备市场规模稳健增长，14到19年CAGR达67%。其中，医疗用雾化设备是该领域重要应用之一，行业龙头如思摩尔计划进军医疗保健领域，公司运用自动化技术控制气溶胶大小实现医疗雾化的精准用量，辅助治疗哮喘、慢性阻塞性肺病与其他呼吸系统疾病并缓解疼痛。伴随电子雾化技术发展和雾化理疗重视度不断提高，医疗雾化设备应用范围和产品多样性将进一步扩大。

图16：全球电子雾化设备市场规模稳步增长（百万美元）

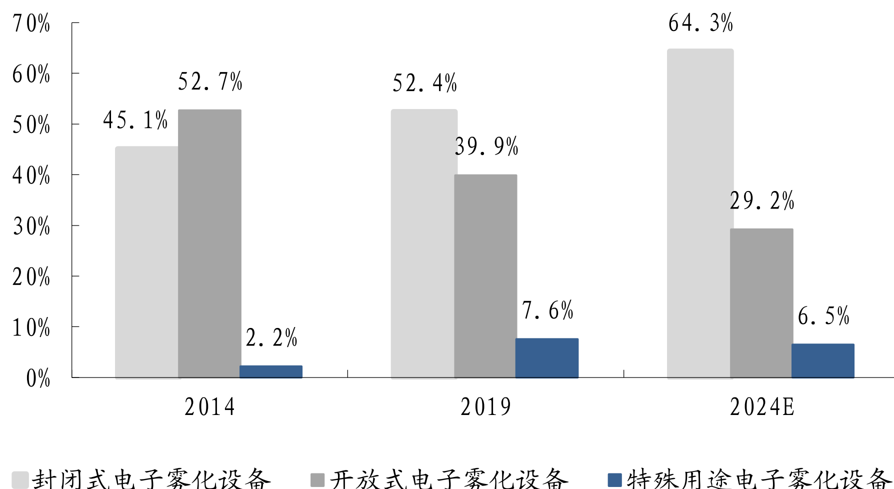


数据来源：思摩尔招股书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

格局演变与电子烟类似——封闭式占主导，美国规模最大，中国潜力可观

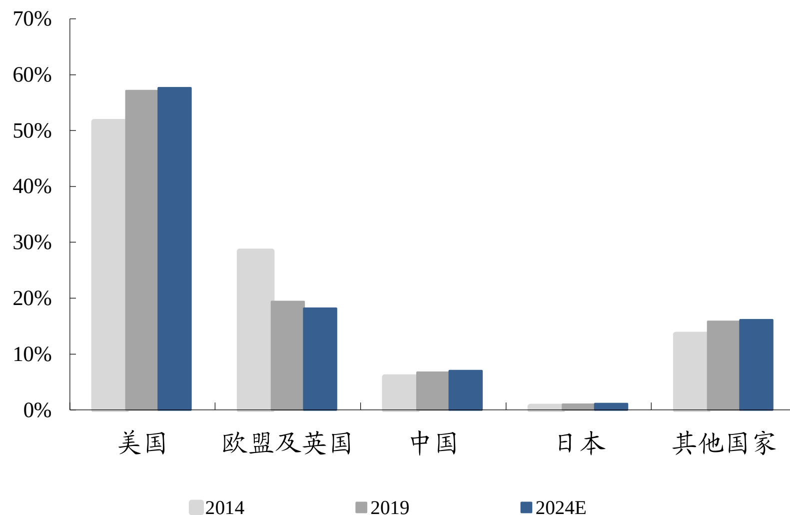
- **封闭式电子雾化设备市场份额增长，占主导地位。**封闭式电子雾化设备市场份额于2014年只有45.1%，到2019年已占据52.4%，据Frost & Sullivan预测到2024年市场份额将增至64.3%，巩固全球电子雾化设备市场的主导地位。
- **美国：最大的电子雾化设备消费市场。**14-19年，美国仍是全球电子雾化设备最大的消费市场，2019年市场份额达57.1%，并呈现逐步增长的趋势。
- **中国：渗透率低，消费市场发展空间大。**电子烟及医用雾化设备应用的普及下，电子雾化设备渗透率提升，叠加潜在消费者基数大，预期未来发展空间可观。

图17：全球电子雾化设备市场份额，封闭式占主导地位



数据来源：思摩尔招股书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

图18：全球电子雾化设备市场份额，美国占比最高



数据来源：思摩尔招股书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

雾化设备助力病毒治疗，期待疫情消退线下消费恢复

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

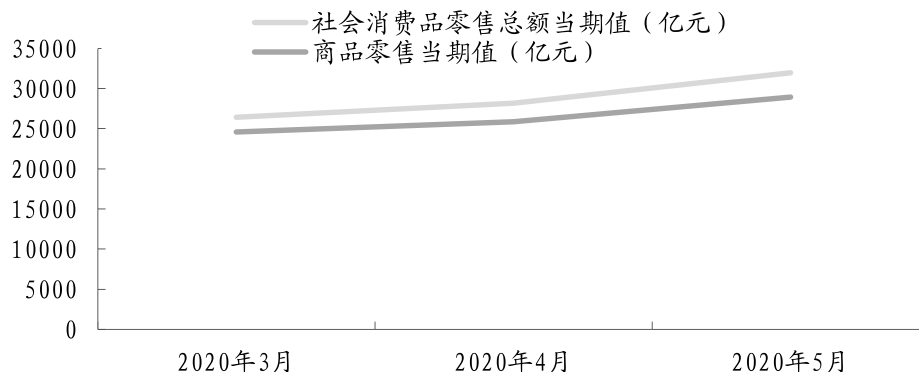
➢ **疫情下：雾化特殊设备助力医疗提升品牌形象，新冠致使C端销售受阻**

- **思摩尔与AIM ImmunoTech(AIM)将合作研发吸入给药装置对抗新冠肺炎。**AIM宣布已与思摩尔签署一项材料转让和研究协议(MTA)，旨在中国进行AIM旗舰药物的吸入给药装置使用疗效的研究。**如果思摩尔的吸入装置能轻松给药，并且通过测试证明药物对新型冠状病毒有预防功效，这种组合就有可能成为对抗新冠肺炎的工具。**
- **线下经济受阻，C端收入显著降低。**以线下门店运营为主的思摩尔受到影响，截至2020年4月公司面向零售客户的销售收益及销售量分别较2019年同期减少约40.5%及33.6%，但面向企业客户的销售收益及销售量同比增长20.3%和12.4%，截至2020年4月30日止四个月的总收益较2019年同期增长约7.8%。

➢ **后疫情时代：医疗新兴领域亟待开发，电子烟消费逐步回温**

- **探索医疗领域，助力思摩尔进军新兴市场。**新冠肺炎的蔓延使人们重新重视健康问题，对医疗方向科研的热情达到前所未有的高度。思摩尔抓住契机进入医疗市场，既能完善产品矩阵，也有助于实现盈利能力的提升。
- **疫情缓和，线下消费需求迎增长。**政策禁止电子烟网上销售和宣传后，思摩尔积极发展线下业务，通过体验店推广产品。思摩尔已于2020年3月中旬恢复全面生产运营，此次疫情恢复带来的线下消费回暖也将带动思摩尔在国内市场的发展。

图19：2020年社会消费品及商品零售逐步回温



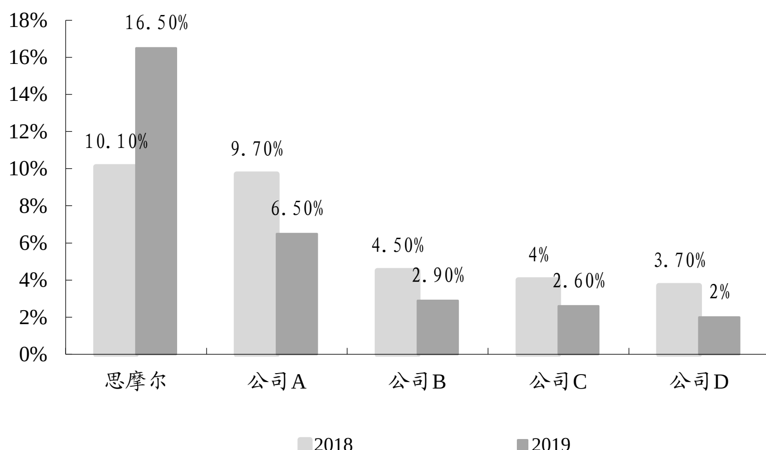
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

思摩尔：电子雾化领域领导者，盈利表现亮眼

竞争格局：思摩尔优质产品力成就全球电子雾化龙头

- **全球电子雾化设备制造商行业市场竞争激烈，思摩尔扭转趋势稳坐龙头交椅。**2018年思摩尔在全球电子雾化设备制造商竞争中，市占率为10.1%，仅与第二名相差0.4pct；2019年，思摩尔全球电子雾化设备市场份额提高到16.5%，提升幅度超过原有一半，高出第二名10pct；其余第二、三、四名的公司市场份额下降，与思摩尔形成强烈对比。电子雾化设备行业市场集中度提升，思摩尔脱颖而出。
- **思摩尔——雾化科技解决方案的全球领导者。**思摩尔以ODM模式制造电子雾化设备、电子雾化组件，同时开发自有品牌APV，拥有先进的研发技术、雄厚的制造实力、广泛的产品组合及多元化客户群。公司独有的专利技术FEELM陶瓷芯大规模应用至大型烟草公司，自有品牌Vaporesso在开放式电子雾化设备的主流品牌中排名第三，深受广大消费者认可。

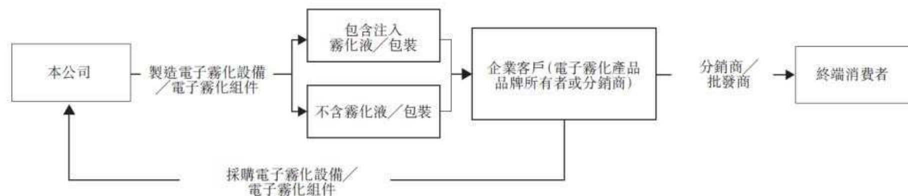
图20：2019年思摩尔在全球电子雾化设备制造商中占比16.5%



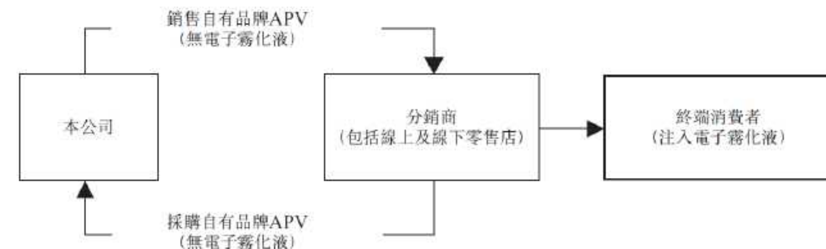
数据来源：海关数据，尼尔森，东吴证券研究所

图21：思摩尔2B及2C两种业务模式

面向企业客户销售电子雾化设备：



面向零售客户销售自有品牌APV：



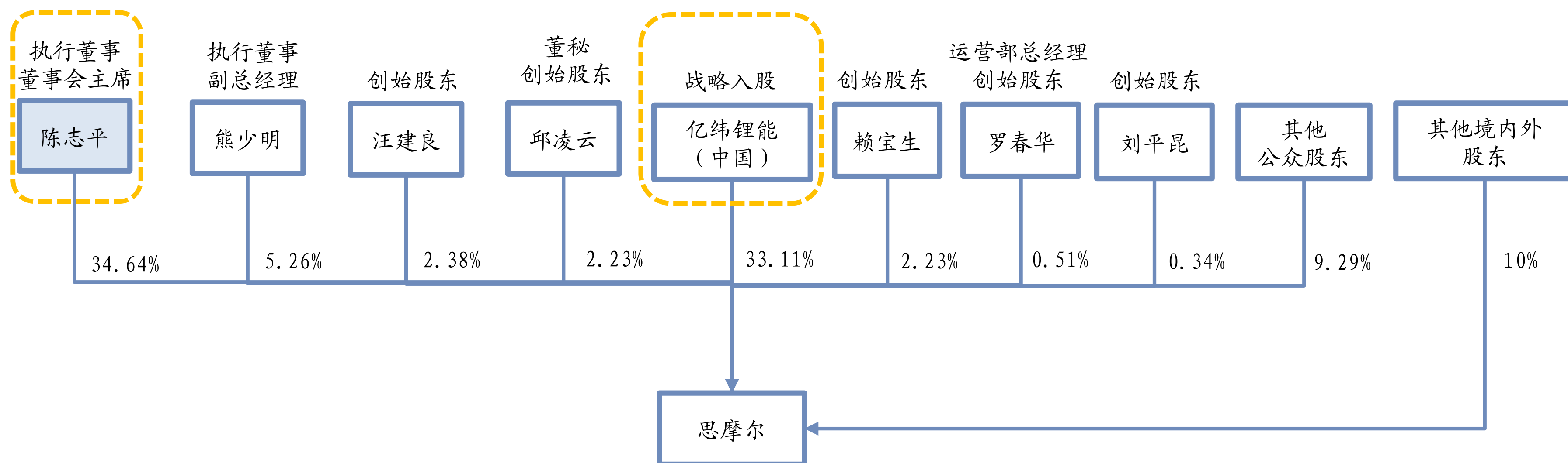
数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

思摩尔创始股东持股集中，引入亿纬锂能发挥协同效用

➢7位创始股东及高管持股比例集中（47.59%），精品化团队带领公司实现业绩高增长。思摩尔2009年于深圳成立。公司创始之初，陈志平是实际控制人，熊少明任副总经理，汪建良与罗春华专注于研发，邱凌云则负责财务部分。目前公司高管架构稳定，对公司未来持续创新和发展保持控制力。

➢亿纬锂能入股思摩尔，发挥上游企业协同效应。锂电池是电子烟的重要配件，占总成本的10%-30%。亿纬锂能是思摩尔上游供应商，2014年以4.39亿元的对价收购其50.1%股权。亿纬锂能的加入有助于相互协作、降低生产成本。

图22：资本化发行后公司架构简化图

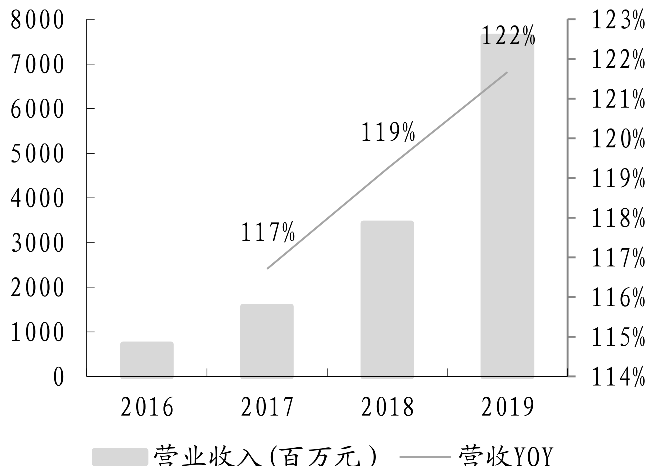


数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

思摩尔诞生于产业集聚中心，营收、利润持续高增长

- **产业聚集效应提升生产效率。**作为世界电子烟制造大国，2019年来自中国的电子烟占比达到90%；深圳是中国电子烟产业集聚中心，早期凭借美日韩代工订单完成技术和产品供应链积累，深圳现拥有超600家电子烟代工厂，产业链完善而精细。麦克韦尔（即思摩尔）是诞生于此最成功的代工厂，2009年在深圳成立，经过数次融资、业务扩张，发展为电子雾化领域龙头企业。
- **据Frost & Sullivan统计，全球雾化设备市场规模从2016年的31亿美元增至2019年的67亿美元，拉动该领域营收的快速提升。**得益于电子烟的渗透程度加深及公司生产技术提升，思摩尔营收从2016年的7.23亿增至2019年的76.14亿元，CAGR达120%；毛利/净利增速显著上升，19年达到44%/29%。

图24：思摩尔17-19年营收CAGR达到120%



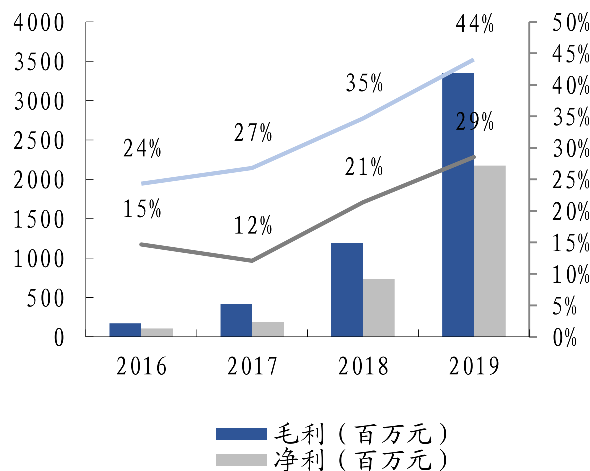
数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

图23：思摩尔发展历程



数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

图25：思摩尔毛利和净利同比上涨

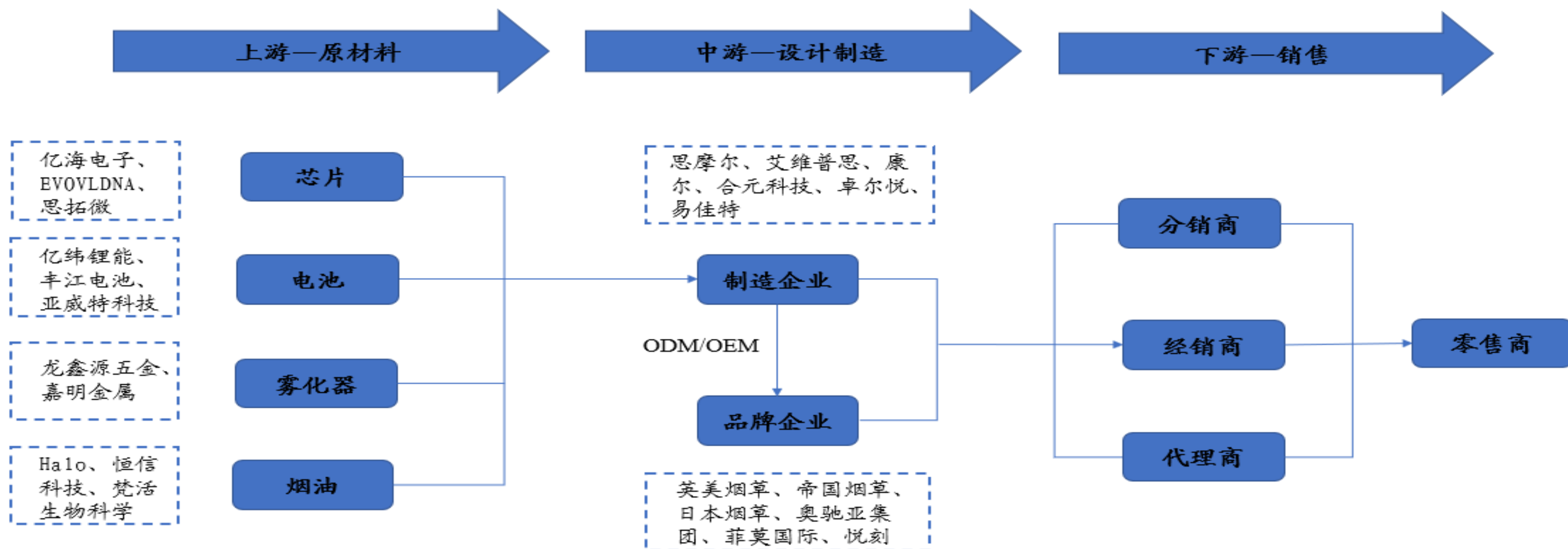


数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

从思摩尔观电子烟产业链，优质产品力构筑护城河

电子烟产业链发展成熟，参与者众多大有可为

图26：电子烟产业链概况



数据来源：ittbank，东吴证券研究所

- 电子烟产业链包括上游原材料供应商、中游电子烟制造企业和品牌企业、下游销售企业。上游包括芯片、电池、雾化器、烟油等原材料；中游代工厂负责产品生产，品牌商负责营销、产品设计；下游分为线上、线下两种渠道。

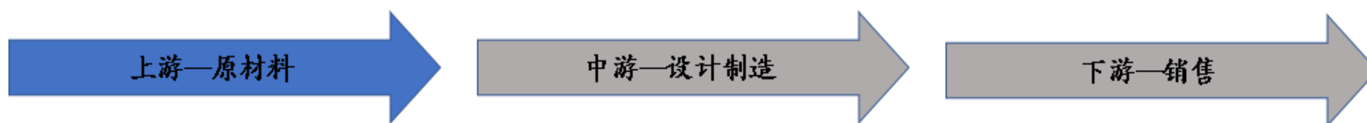
图27：电子烟结构



数据来源：Researchgate，东吴证券研究所

上游原材料组件价格下降释放中游利润空间

上游玩家分享行业红利，吸引更多入局者



- 上游原材料主要参与者包括芯片设计方案商、电池供应商（电池、电芯、控制电路）、雾化器原料供应商（塑料、玻璃、五金）和烟油生产商。
- **电子烟市场成长空间大，近年来亿纬锂能、丰江电池等多家锂电池企业切入电子烟电池赛道，未来期待更多相关企业栖身电子烟行业，分享行业红利。**

表3：电子烟上游原材料参与企业

原材料类型	简介	代表性企业	企业简介
芯片设计	芯片是电子型主机盒子中的核心控制原件，实现电子烟的功率调节、模式切换、温度控制、电源管理等功能。芯片的好坏影响烟雾量、雾化口感、电流稳定性。	亿海电子	电子烟及芯片龙头，拥有多项自主知识产权的核心技术专利，旗下主要有SX120、SX130、SX330和SX350系列控制芯片产品，是国际上主流电子烟企业在制造旗舰产品时的优先考虑芯片。
		EVOVLDNA	美国知名电子烟芯片公司，电子烟领域的芯片泰斗。其研发生产的DNA芯片享誉全球，目前诸多高品质盒子都采用其控制方案如Vaporshark、Hcigar、Vapecige、Hotcig、Lostvape等。
电池	电子烟的能量和动力来源，主要使用18650电池，需要满足容量大、电流大、电压高和工作温度低等条件。目前电子烟用锂电池需求以内置聚合物锂电池为主，形状包括圆柱形和方形。	深圳亚威特科技有限公司	专业从事锂离子电池和电池充电器销售企业，产品主要应用于电子烟、手电筒等行业。在欧洲、美国、南亚多个国家和地区设有代理和经销商。
		深圳费思特科技有限公司	以出口电池，充电器，电子烟，led等电子配件为主，有多个网络销售平台。自主产品品牌Efest在欧美享有良好声誉，销售渠道广。
		亿纬锂能	国家级高新技术企业，专注于锂电池的创新发展。2018年亿纬锂能向麦克韦尔销售电子雾化器所用的锂离子电池销售额1.14亿，同比增长153%。
雾化器原材料	烟油式电子烟的核心技术，雾化器性能的优劣直接影响电子烟烟液的雾化效率、	龙鑫五金	电子烟五金零配件顶尖品牌，销售五金产品及其零件、成型工具、电子塑料产品，拥有较强的新产品开发能力和质控系统。趋势人工智能发展，引进一系列自动化设备。
		嘉明金属	生产、销售五金、金属产品、文具、工艺礼品，主要客户有万宝路、TARGET、COSTCO等国际知名商家。

数据来源：蒸汽联，《2017-2022年中国电子烟产业竞争现状及十三五盈利战略分析报告》，公司官网，东吴证券研究所

思摩尔：建立上游长期合作网络，与供应商保持强粘性

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

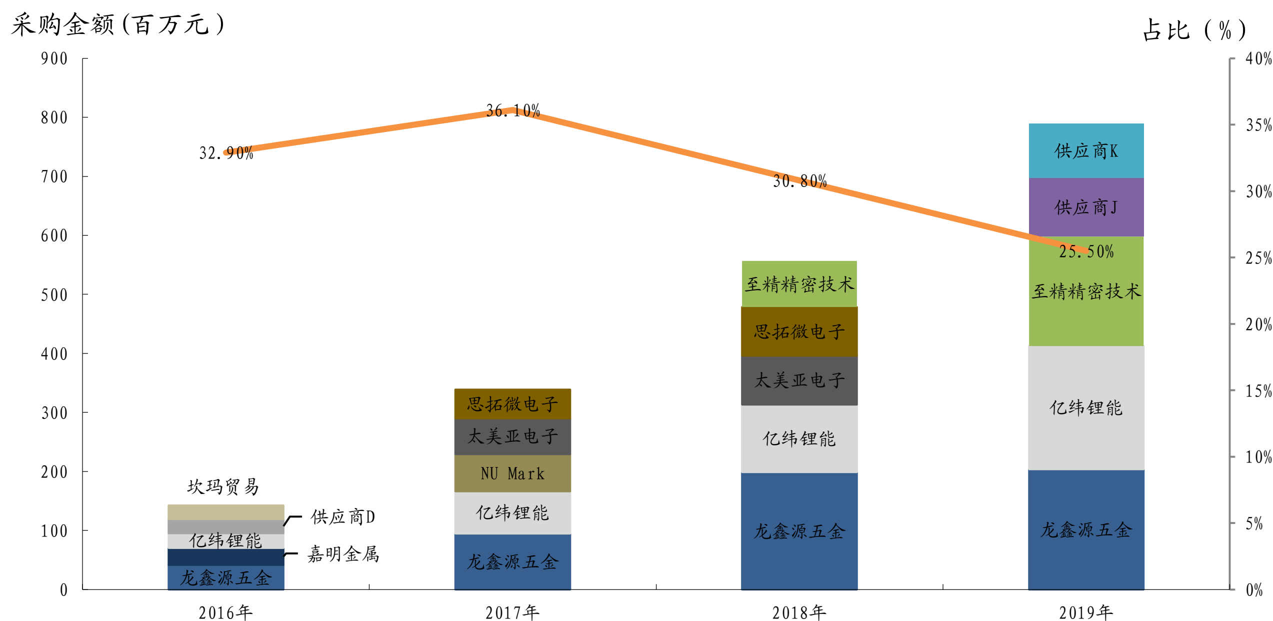
- **思摩尔与前五大供应商平均达五年以上合作，关系稳固。**高质量供应商清单+严密的质量控制程序确保原材料质量。大多供应商来自中国，包括金属、电池、雾化器、电路、纸业包装公司。其中，直接持股33%的亿纬锂能是公司主要的锂电池供应商，2019年供应金额达到2.1亿（+185%）。另外，原材料采购额的18.4%来自客户指定供应商。
- **前五大供应商供货比例较高。**16-19年，来自前五大供应商的采购金额从1.4亿增至7.9亿，分别占年度总采购成本的32.9%、36.1%、30.8%和25.5%。

表4：思摩尔与主要供应商合作稳定

供应商	合作时间
供应商A（龙鑫源五金）	11年
供应商B（嘉明金属）	5年
供应商C（亿纬锂能）	8年
供应商D	4年
供应商E（坎玛贸易）	5年
供应商F（NU Mark)	5年
供应商G（太美亚电子）	5年
供应商H（思拓微电子）	4年
供应商I（至精精密技术）	5年
供应商J	2年
供应商K	2年

数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

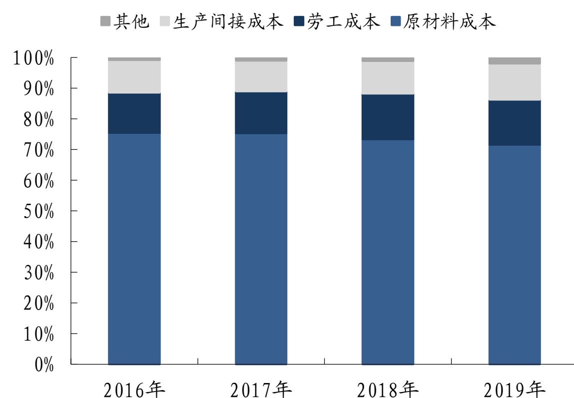
图28：思摩尔前五大供应商采购金额占比在25%以上



数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

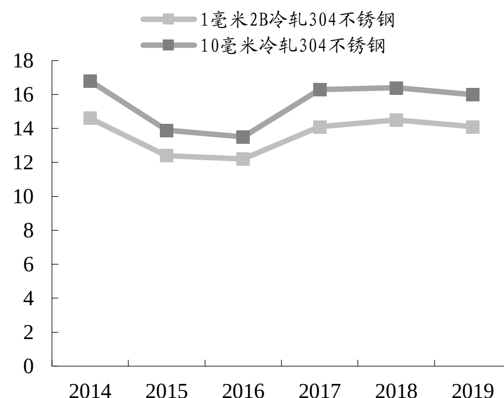
- **原材料成本占生产成本70%以上，近年来不锈钢、电池价格下降，释放一定的利润空间。**16-19年原材料成本占总生产成本的75.4%、75.3%、73.3%和71.6%，其中不锈钢和锂离子电池为电子烟及加热不燃烧设备的主要原材料。18-19年镍的价格下降2%导致不锈钢价格下降约2.5%，14-19年电池负极材料和电池隔板价格下降导致锂离子电池价格从1.6元/瓦时下降至0.8元/瓦时。原料成本降低导致加热不燃烧设备、开放式电子雾化设备和封闭式电子雾化设备平均价格从14年的每单位101.5、84.1美元和29.7美元下降至19年的每单位92.8美元、70.3美元和24.9美元。随着原材料价格持续下降，未来有望打开公司蒸汽型和加热不燃烧产品的利润空间。
- **由于自动化生产线减少人工需求，在中国平均薪酬持续上升的背景下，16-19年劳工成本占总销售成本的比重保持稳定**，分别为13.2%、13.7%、14.9%和14.7%。

图29：思摩尔生产成本70%以上来自原材料成本



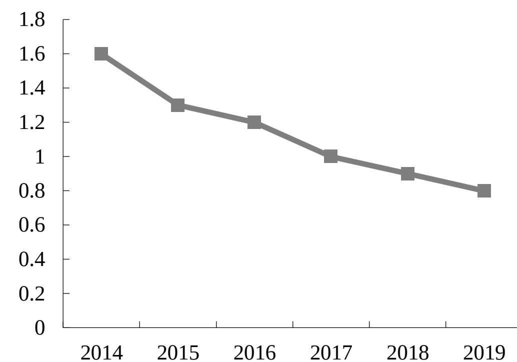
数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

图30：中国不锈钢平均价格（千元/吨）



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

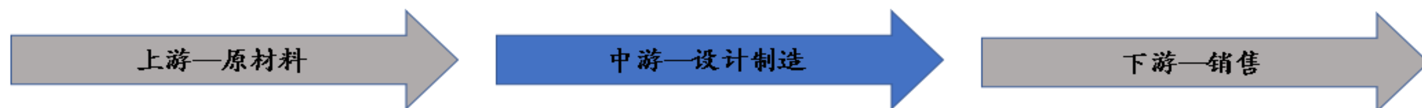
图31：中国锂离子电池平均价格持续下降（元/瓦时）



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

研发实力打造中游产品力，构筑护城河

中游制造：ODM/OEM转向自有品牌，思摩尔双擎驱动



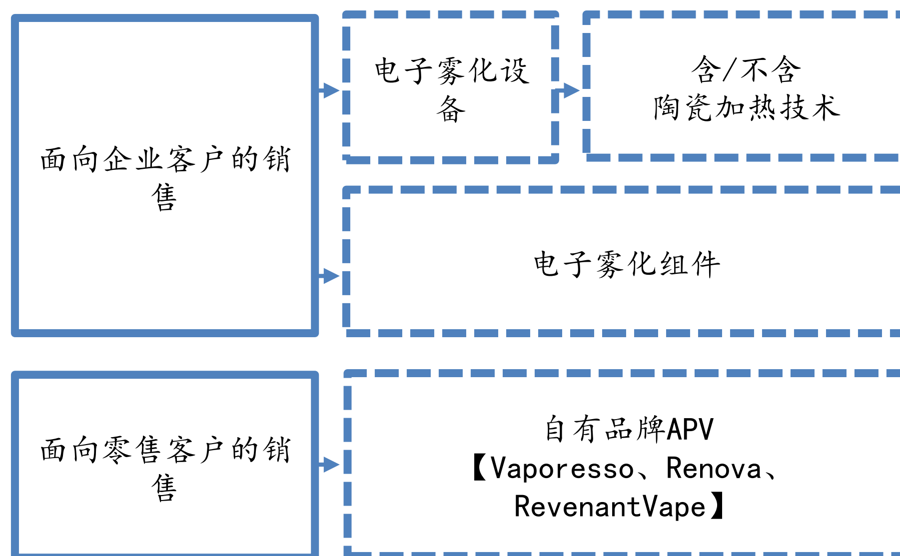
- **早期电子烟制造企业以ODM/OEM模式为主，以思摩尔为代表的国内企业近年来逐渐从单一生产模式转向自有品牌开发。**2019年全球售出的超90%的电子雾化设备由中国制造企业OEM/ODM制造。随着品牌意识加强，为减少客户依赖，中国形成了一批集电子烟研发、生产、销售于一体的电子烟生产企业。
- **思摩尔ODM+自有品牌APV双引擎驱动。**通过ODM模式为全球领先的烟草企业及独立电子雾化公司提供封闭式电子雾化设备及电子雾化组件服务，向零售客户销售自有品牌APV，其中Vaporesso品牌在欧美APV市场终端影响力处于前列。

表5：电子烟中游制造企业生产模式汇总

制造企业	生产模式
思摩尔	ODM+自有品牌Vaporesso
艾维普思	自有品牌 SMOK、KOOPOR
康尔	自有品牌Kangertech
合元科技	OEM/ODM
卓尔悦	OEM
易佳特	自有品牌Aspire

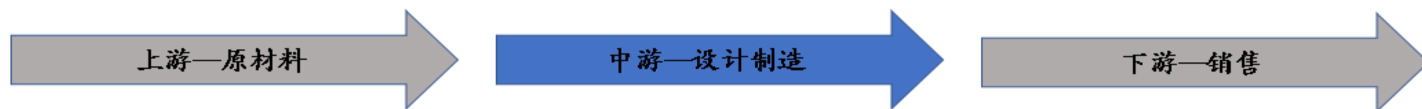
数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

图32：思摩尔产品矩阵



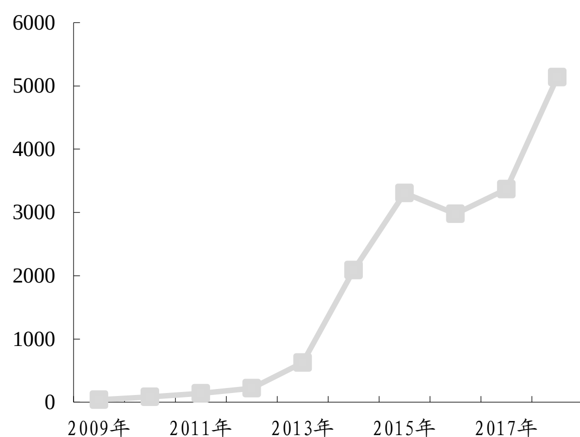
数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

中游制造：电子烟技术快速更迭，思摩尔靠研发筑壁垒



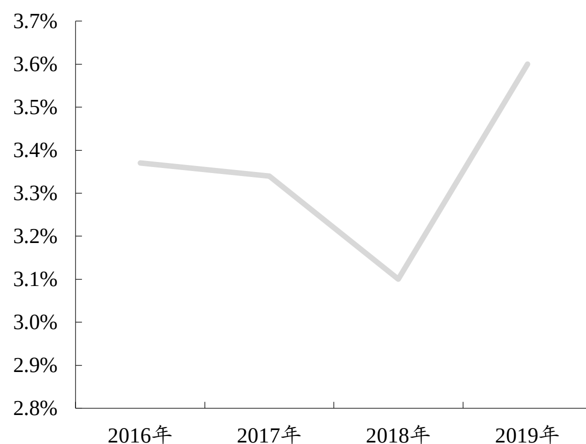
- **电子烟行业处于高速发展期，技术迭代快，对研发要求高。**随着中国电子烟产业的发展，2013年后中国电子烟专利数量得到迅猛发展。根据智慧芽全球专利数据库统计，中国电子烟专利数量从2013年的628件增长至2018年的5,139件，5年间增长718%。
- **思摩尔持续投入研发，聚焦陶瓷加热技术。**研发费用在营收占比维持在3%以上，研发支出从16年的0.24亿增至19年的2.77亿。19年研发占比显著增长，主要是由于对陶瓷加热技术的大量投资和研发人员翻倍增长。截至2020年7月，公司已申请超1600项全球专利，其中700多项已获授权。

图33：2013年后中国电子烟专利数增长迅速（件）



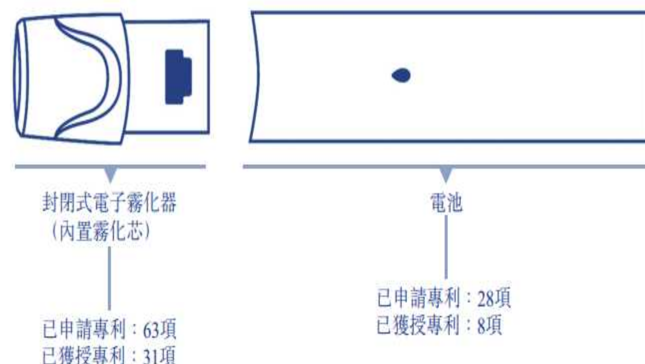
数据来源：智慧芽全球专利数据库，东吴证券研究所

图34：思摩尔研发费用在营收占比维持在3%以上



数据来源：思摩尔招股书，麦克韦尔年报，东吴证券研究所

图35：思摩尔配备FEELM的封闭式电子雾化设备专利情况



数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

思摩尔：前沿科技创造极致体验，FEELM技术优势显著

上游—原材料 → 中游—设计制造 → 下游—销售

- **思摩尔独家FEELM技术属第三代雾化芯，代表其创造极致体验的造雾初心。**第一代雾化导油材质是玻璃纤维绳，具备耐高温、吸油性强、导油速度快特点，但在静止外露时易产生絮状物，于14-15年间被主流设备淘汰；第二代电阻丝棉芯目前仍应用广泛，储油量大、导油性好、烟雾口感饱满而真实，但棉芯寿命短、易干烧、口感不稳定；第三代陶瓷雾化芯口感更细腻、稳定耐用、加热均匀、温度控制精准，解决了棉芯诸多问题。未来期待构造更加严密的雾化器问世，解决电子烟漏油的顽固问题。
- **思摩尔陶瓷雾化芯具备独特专利，行业内尚无有力竞争者。**2016年公司推出第二代陶瓷加热技术FEELM，将金属薄膜与陶瓷导体结合，确保即时雾气产生；2018年加以推广，获企业客户广泛使用，出口至美国、韩国、德国等多个国家。得益于FEELM受到广泛认可，2019年来自NJOY、英美烟草、悦刻三大客户的收入呈现巨幅增长的趋势。

图36：FEELM雾化芯优势



数据来源：FEELM官网，东吴证券研究所

图37：FEELM所获荣誉



数据来源：FEELM官网，东吴证券研究所

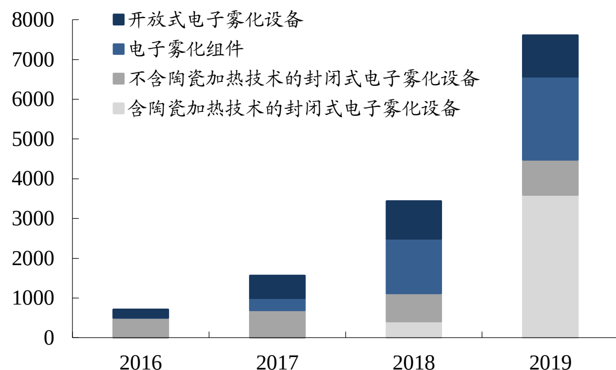
思摩尔：技术驱动产品力，带动2B业务高增长

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **零售端业务**：思摩尔于2015年在美国率先推出自有品牌“Vaporesso”，通过经销商渠道进行扩张，目前其拥有3个面向零售的自有品牌。零售端产品销量从16年至19年的4年间增长超过9倍，达到1,273万；单价由于推出尺寸更小的产品以满足客户偏好而有所下降；收入从1.97亿元增长4倍至2019年的10.42亿元。
- **企业端业务**：19年收入占比86%，同比增长164%达到65.7亿。

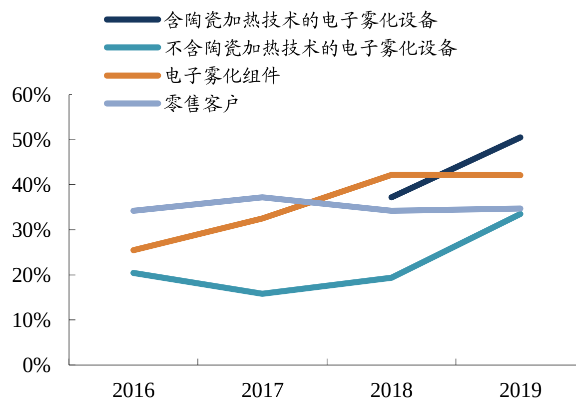
1）新客户+新款**电子雾化组件**拉动销售额提升。2018年思摩尔引入雷诺烟草等企业客户，扩大客户基础，电子雾化组件销量增至2.9亿个（+322%）。2019年思摩尔推出高价新型加热不燃烧产品，单价从17、18年的约4.5元增至19年的7.5元，推动销售额增至21亿（+53%），毛利率维持在42%左右；2）得益于积极的市场反馈，含陶瓷加热技术的**电子雾化设备**量价齐升。思摩尔于2018年开始推广FEELM作为陶瓷加热技术品牌，获得企业客户的广泛使用，推动电子雾化设备销量突破5.1亿个（+157%），平均单价从17年的3.6元增至19年的8.7元。

图38：企业客户占主导，含FEELM的雾化设备收入大幅提升（单位：百万元）



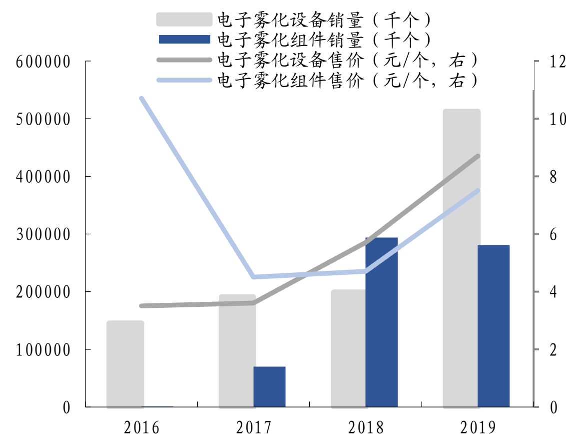
数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

图39：含FEELM的雾化设备毛利率持续提升



数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

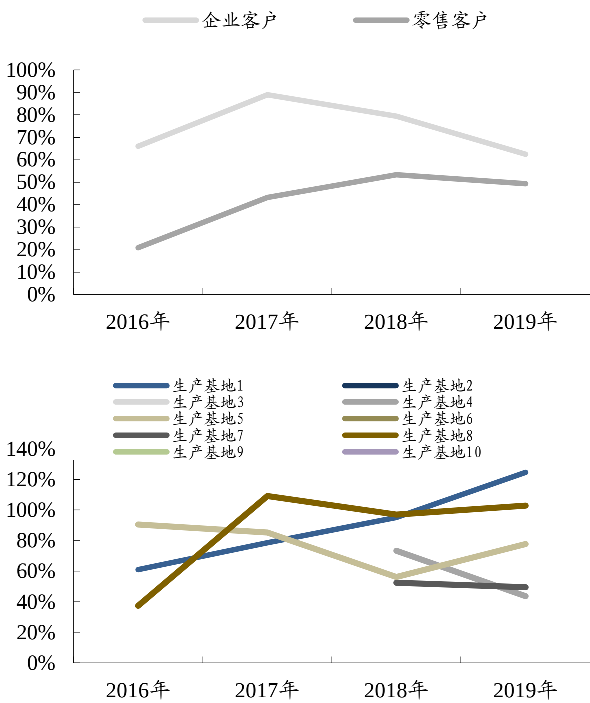
图40：企业端电子雾化设备量价齐升



数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

- **思摩尔产能利用率保持增长，规模效应逐步显现**。16-17年，企业端产能利用率从66%增至89%；18-19年深圳宝安区和广东东莞长安的五处新工厂投入运营后三个月的过渡期拉低了面向企业客户的产能利用率。16-18年，零售端产能利用率从20.8%增至53.3%；18年8月前自有品牌APV与其他产品在同一工厂生产，之后将整个工厂投入生产APV，导致19年零售端产能利用率略降3.9%。**生产基地方面，得益于安装额外生产线，八成生产基地产能利用率保持增长态势**。产能下降的两处生产基地受到生产布局调整/停产影响。
- **考虑到公司未来增长潜力和广阔的市场空间，本次IPO募得资金的50%用于扩大产能**。根据招股书预计，将于2022-2024年用生产基地取代大部分租赁工厂。

图41：思摩尔产能利用率



数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

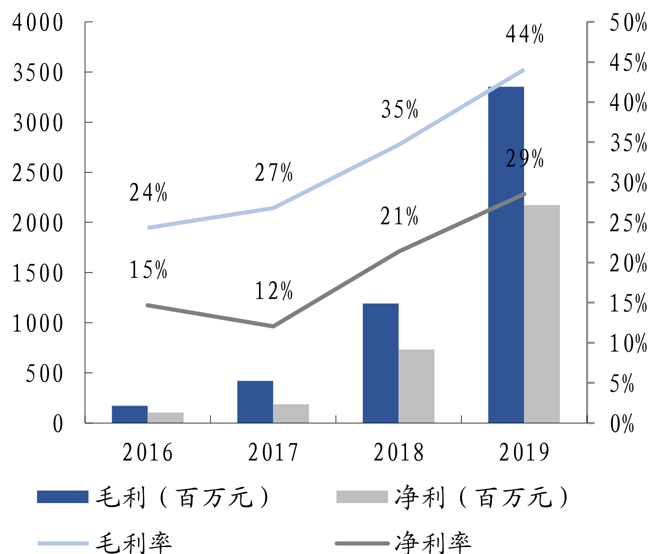
表6：思摩尔募集资金投向，扩大产能，打开未来空间

项目	投资金额（港元）	资金占比	产能	完成日期	面积（万平方米）	内容
广东江门一期	30.26亿	50%	0.9亿/月	2022年6月	33	96条自动化生产线+2600名员工
广东江门二期			1.2亿/月	2023年	18	自动化生产及装配线
深圳产业园			0.5亿/月	2024年	18.7	生产新推出的电子雾化设备
江门产业园第一、二阶段自动化生产及装配线	15.13亿	25%	-	2022/2024年	-	-
升级集团ERP系统			-	-	-	管理人力资源、采购、销售、客户关系及财务
升级现有工厂			-	-	-	改善现有工厂的智能特征及资讯科技系统、建立测试中心、维修维护设备
投资研发	12.11亿	20%	-	-	-	设立深圳研究院、开发新加热技术
日常运营	3.03亿	5%	-	-	-	-

数据来源：思摩尔招股书 ，东吴证券研究所

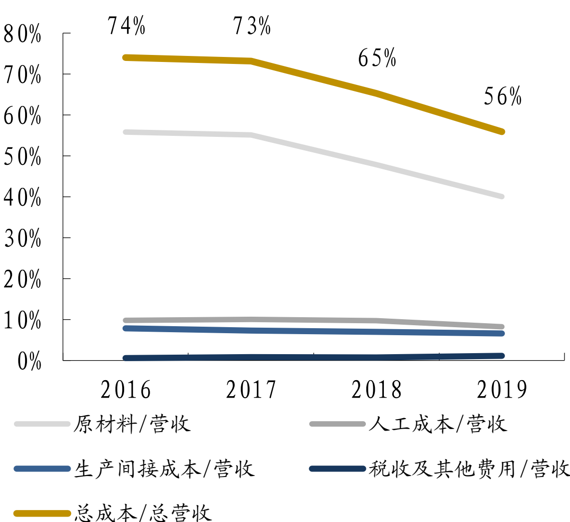
- **思摩尔大额采购量使得公司具备较强的原料议价能力，促进毛利增加。**原材料是公司营业主要成本，占营业成本7成以上，得益于市场原料价格走低，公司原材料成本与营收的占比持续下降，从2016年的74%降至2019年的56%。此外，公司与主要供应商保持良好的长期合作关系，与前五大供应商平均约有5年的合作时长，确保公司原料品质优质稳定以及成本控制得当。
- **生产自动化生产水平的改进降低公司对劳动力依赖，提升毛利率。**公司属于劳动密集型企业，在中国城镇就业人员16-19年工资每年增幅约8%的情况下，思摩尔劳工与营收占比仍然维持在13%的水平，原因在于自动化水平提高降低劳动力需求的同时，自动化赋予企业灵活选择人工成本较低地区的自由。预测未来随着募投项目全自动生产线的投入，规模效应进一步推动毛利率提升。
- **规模扩张以及产研投入增加提高管理费用，期间费用增长扩大毛利与净利之间的差额。**由于公司生产规模的扩张和生产效率提升，办公室开支和行政、销售人员以及研发人员数量增加，导致管理费用进一步提升，从2016年的0.33亿元增长至3.27亿元。同时，公司租赁工厂扩张生产导致租赁负债利息增加，财务费用提升。

图42：思摩尔毛利和净利稳步提升



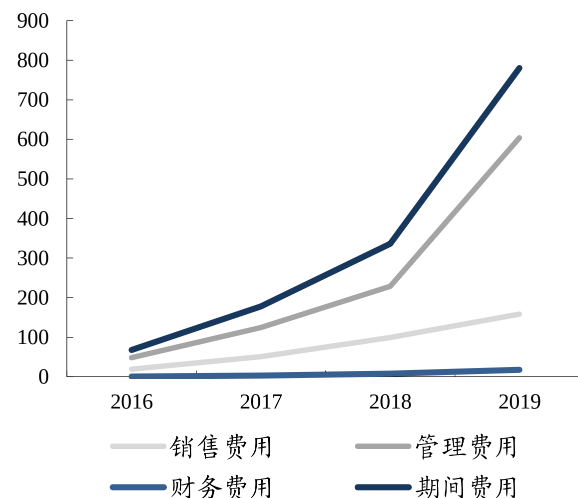
数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

图43：思摩尔强议价能力驱动毛利率上升



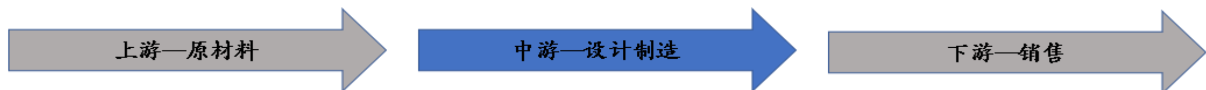
数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

图44：思摩尔期间费用大幅度上涨（单位：百万元）



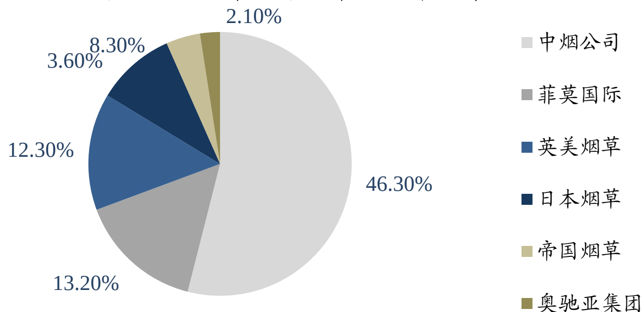
数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

中游品牌：烟草巨头份额超八成，战略重心移至新型烟草



- **烟草巨头2019年在全球烟草市场占据超八成市场份额，新玩家突围空间小。**
- **随着传统烟草销量下降，烟草巨头纷纷打造自有蒸汽型/加热不燃烧型电子烟。**菲莫国际将经营目标设为“规划设计一个无烟未来”；帝国烟草提出“下一代产品组合”。日本烟草致力于在蒸气市场上保持全球领先地位，并通过HNB使吸烟者和非吸烟者和谐共处。

图45：2019年全球烟草企业市占率



数据来源：欧睿，东吴证券研究所
注：中国电子烟渗透率较低

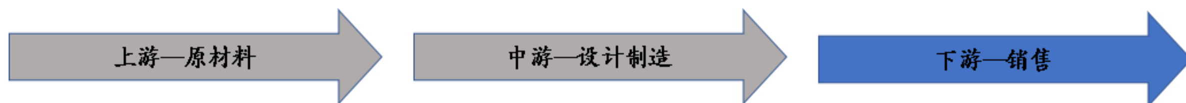
表7：全球烟草行业巨头电子烟布局

烟草企业	旗下品牌	电子烟类型	企业简介
英美烟草	glo	加热不燃烧型	欧洲、美国等市场具有较强影响力，加热不燃烧产品也随菲莫国际、日本烟草后在日本上市。卷烟仍是公司发展的基石，电子烟只作为一条细分赛道。
	vype、vuse、CHIC GROUP、TEN MOTIVES	蒸汽型	
帝国烟草	PULZE	加热不燃烧型	世界上最大的电子烟品牌之一，并于1901年由13家英国卷烟和烟草制造公司合并而成，在美国和英国两个世界上最大的蒸汽型市场拥有强大地位。公司目标是使吸烟者逐渐过渡到下一代产品组合，核心是领先的蒸气品牌blu。
	blu	蒸汽型	
日本烟草	logic	加热不燃烧型	由日本财政部于1949年创立，近年来积极抢占亚太新兴市场。Logic成立于2010年，并迅速成为纽约的第一蒸气品牌，目前在九个国家、地区有售，是美国，英国和法国的领先品牌；2011年通过Ploom进入了加热不燃烧市场，2017年向全球推广。
	ploom	蒸汽型	
奥驰亚集团	JUUL、GreenSmoke、MARKTEN	蒸汽型	美国最大的跨国烟草公司，于1919年成立，“万宝路”品牌的拥有者。因电子烟对美国青少年的影响引起争议，2018年奥驰亚宣布终止自有电子烟品牌MarkTen和Green Smoke；2018年12月购买JUUL35%的股份。JUUL在北美市占率不断上升，引爆封闭式电子烟市场。
菲莫国际	IQOS	加热不燃烧型	2008年从奥驰亚集团中剥离出去。2014年收购英国电子烟品牌Nicolites进军电子烟市场，在日本和意大利推出加热不燃烧IQOS深受欢迎，现已在全球超50个国家上市。
悦刻	RELX悦刻	蒸汽型	中国第一大、全球第二大独立电子烟品牌，成立于2017年。截至20年6月，在世界各地入驻超8000家零售门店，客户遍布全球超40个国家和地区。最早将于21年底向FDA正式提交PMTA申请。
中烟公司	FIRAVO、MOK、Webacco	加热不燃烧型	2013年中烟公司开始研究新型烟草制品，侧重于研究加热不燃烧电子烟，云南、湖北、广东中烟分别推出了各自的加热不燃烧品牌，并陆续投放海外。

数据来源：公司官网，36kr，东吴证券研究所

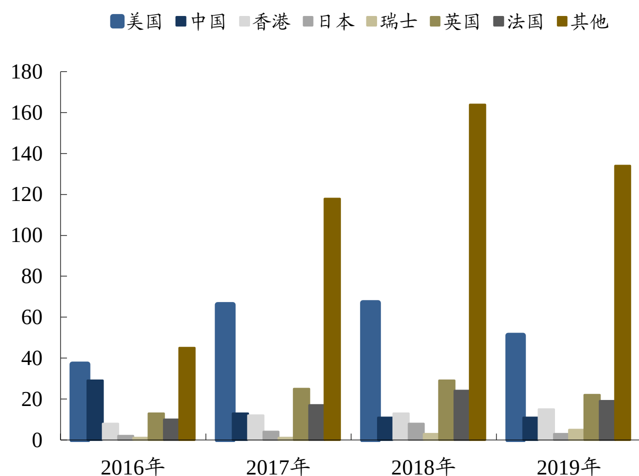
下游渠道为王，全球销售网络助力规模扩张

分销商助力全球营销，零售端走向线下渠道之争



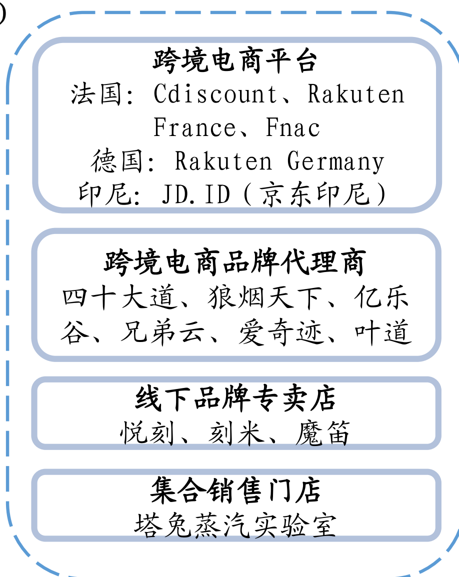
- **遍布全球的分销商助力电子烟公司提高销售效率。**“中国制造，欧美消费”的产业格局下，与当地分销商合作更具成本效益。思摩尔在全球拥有260家分销商，包括36家战略合作分销商和224家常规分销商。16-19年完善的销售渠道分别贡献了27.0%、44.5%、50.5%和31.0%的收入。
- **线上政策缩紧，电子烟销售转战线下。**2019年11月，国家烟草专卖局表示，京东、阿里巴巴、苏宁易购、唯品会、小红书、国美、当当、一号店、拼多多等9家电商平台已落实《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》要求，屏蔽电子烟店铺，下架电子烟产品。国内悦刻、福禄、魔笛、柚子、亿雾等超过26家电子烟龙头企业发文表示将全力拥护支持监管政策。随着电子烟带来的健康问题引起广泛关注，苹果公司从App Store应用商店中下架全部181款电子烟相关APP。多地区电商平台已完全禁止销售电子烟。各零售商纷纷加快拓店步伐，聚焦电子烟线下渠道新布局。

图46：思摩尔分销商数量逐年提升，助力规模扩大（家）



数据来源：思摩尔招股书 ，东吴证券研究所

图47：电子烟下游渠道



数据来源：中国香烟网，蒸汽联，东吴证券研究所

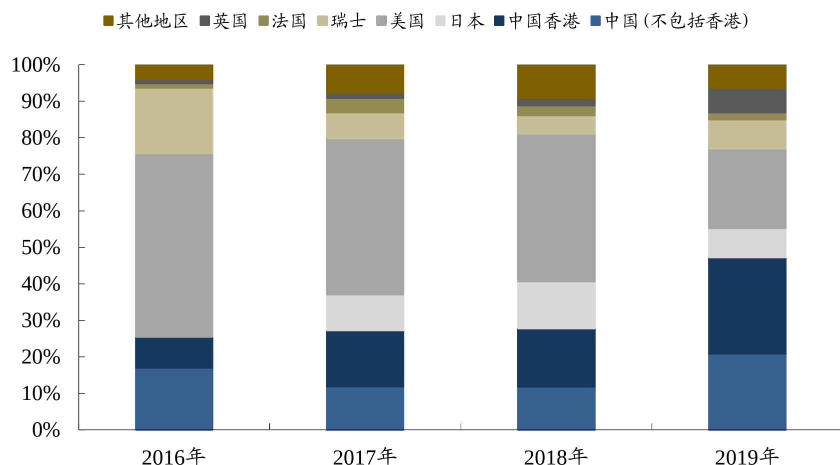
表8：完全禁止电子烟销售的电商平台

地区	平台
法国	Darty
中东	Amazon Souq
俄罗斯	Ozon
拉美	MercadoLibre
美国	Newegg
	Rakuten US
	Opensky
德国	Factory Market
意大利	ePrice
台湾	Rakuten Taiwan
韩国	G-Market
日本	Rakuten JP
新西兰	Trademe

数据来源：思摩尔招股书 ，东吴证券研究所

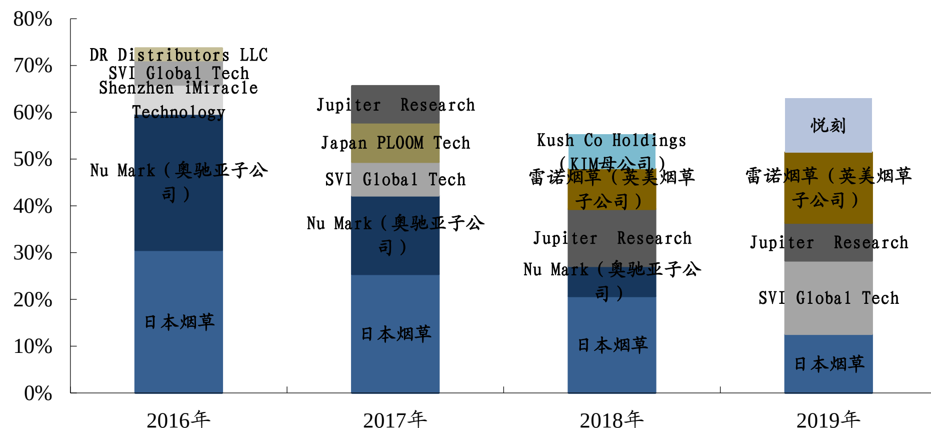
- **思摩尔客户遍布美国、日本、欧洲等全球50多个国家。**美国电子烟市场的巨大份额下，17-19年思摩尔直接和间接（香港的产品大部分出口至美国及日本，2019年93.4%的香港产品发往美国）销往美国的产品收入增速稳定在90%以上，19年达35.4亿，占比达46.5%。中国客户收入增速17-19年保持在10%以上，2019年达21%，反映出中国电子烟市场可观的发展空间。
- **由烟草巨头和独立电子雾化公司组成的客户网络。**前五大客户集中度高，16-19年贡献了50%以上的收入，并不断吸引新客户。主要客户包括日本烟草、奥驰亚子公司、英美烟草子公司、悦刻等全球烟草龙头企业以及知名电子烟分销商DR、B2B线上商城深圳市爱奇迹科技有限公司、NJOY指定唯一国内贸易商SVI。客户的强大竞争力为思摩尔提供深厚护城河，同时促进思摩尔在产品结构、技术上的不断提升，以满足前沿需求。未来随着客户市占率持续提升，思摩尔的市场地位将得到巩固。

图48：思摩尔客户区域占比（%）



数据来源：思摩尔招股书 ，东吴证券研究所

图49：思摩尔前五大客户集中度（%）



数据来源：思摩尔招股书 ，东吴证券研究所

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

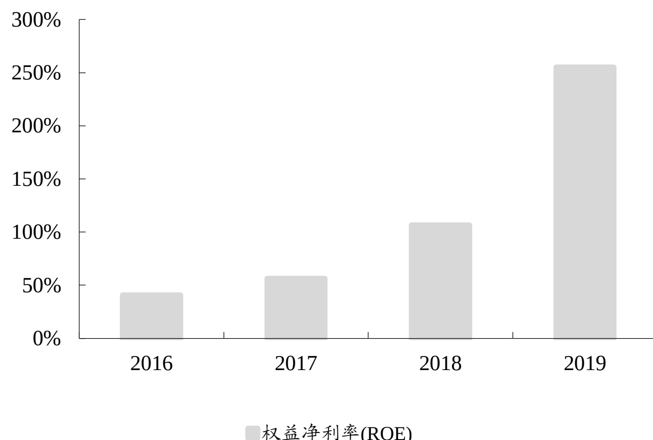
➢**思摩尔的净资产收益率自2016年来呈现高速增长的趋势**。2018年ROE从56%增至106%，增长50pct。主要得益于含陶瓷雾化设备FeelM的推出带来利润率（含陶瓷加热设备毛利率达到37%高于不含陶瓷加热设备的19%毛利率），带动产品端利润率提升。

➢**2019年公司ROE进一步提升至255%，表现亮眼**。随着FEELM的进一步推广，陶瓷加热雾化设备销售额同比提升766%，业务占比从12%增至47%，同时伴随技术研发深入和原料价格降低，陶瓷加热雾化设备等产品利润空间扩大；同时销售规模的持续扩大带来规模效应，使销售净利率进一步提高。

➢**销售额持续大幅增长，提升资产周转率**。公司营业收入从2017年的15.7亿元增长至2019年的76.2亿元，CAGR达到120%，带动公司资产周转率也从2017年的1.94增长至2019年的2.66。

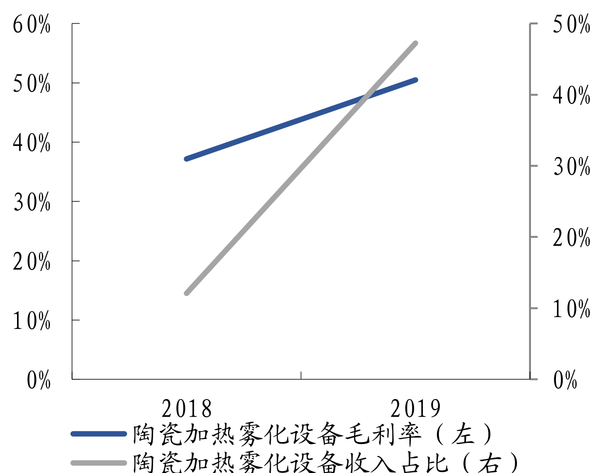
➢**杠杆率稳步适度增长助推ROE提升**。2019年资产负债率达到77.75%较2017、2018年略有提升，主要是由于通过可转债（优先股）等方式筹资后投资扩产。适度的杠杆率提升进一步提升整体ROE水平。

图50：思摩尔ROE持续增长，2018年后表现亮眼



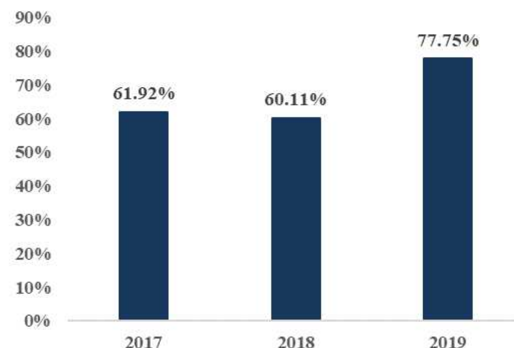
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图51：陶瓷加热雾化设备毛利率和业务占比齐升驱动2019年毛利增长迅速



数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

图52：资产负债率适度提升



数据来源：思摩尔招股书，东吴证券研究所

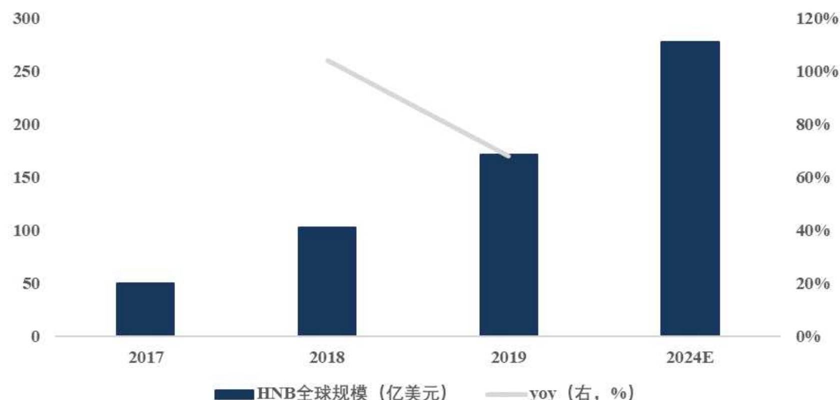
蒸汽型电子烟之外，加热不燃烧（HNB）国内发展或加速

IQOS获批MRTP或催化国内HNB加速发展

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **加热不燃烧（Heat Not Burning）**是蒸汽型电子烟之外的主要新型烟草形式，与传统卷烟相近，通过特制加热装置以350°以下低温加热烟弹（烟叶制成），产生烟气与香味。
  - 对比传统烟草：低温加热极大减少了焦油和其他有害成分（90%以上），不产生二手烟。
  - 对比蒸汽型：HNB更接近传统烟草口味，主打烟民和替烟减害；而蒸汽型口味更丰富，主打年轻群体。
- **菲莫国际（PMI）旗下电子烟产品IQOS（全球HNB龙头）于20年7月7日通过美国FDA的MRTP申请，有望催化全球HNB的加速发展。**MRTP即Modified Risk Tobacco Product 缓和风险型烟草产品，通过MRTP后，IQOS可作为减害产品在美国进行销售，说明了HNB产品在减少烟草的焦油等风险物质产品上的确切作用。
- 在IQOS的带动下，HNB发展迅速，根据《世界烟草发展报告》，2019年加热卷烟全球销售额达到171.3亿美元，同比增长67.9%。根据Frost & Sullivan统计，预计2024年HNB市场可达到277亿美元，市场空间广阔。
- 国内而言，目前仍暂未通过HNB销售，但**中烟已积极布局HNB的研发和海外的销售**。四川中烟推出低温加热烟具"宽窄功夫"及配套烟弹"宽窄子弹头"，2017年12月登陆韩国市场进行试销，并于成都开设了线下体验店；云南中烟18年4月推出加热不燃烧设备"MC"登陆韩国市场。
- HNB明确属于烟草制品，由《烟草专卖法》管辖。在IQOS拿下MRTP及中烟公司的推动下，或有机会推动国内政策放开。

图53：HNB市场拓展迅速，2019年达到171.3亿美元



数据来源：Frost& Sullivan，《世界烟草发展报告》，东吴证券研究所

表9：中烟公司旗下HNB产品一览

中烟公司	产品	上市时间	出口国	合作方
四川中烟	烟具"功夫"+烟弹"宽窄（子弹头）"	2017.10	韩国	韩国YM国际科技有限公司
云南中烟	MC 加热不燃烧（HNB）	2018.4	韩国	韩国IF烟草株式会社
广东中烟	MU+、ING加热不燃烧电子烟	2018.7	老挝	-
湖北中烟	MOK + COO	2018.11	韩国	-
安徽中烟	Dubliss	2019.1	-	-

数据来源：中国电子烟资讯，东吴证券研究所

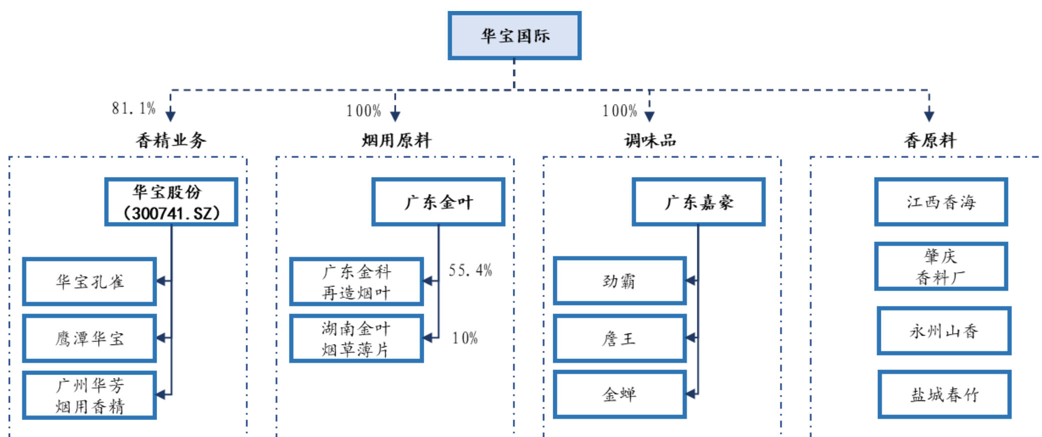
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

华宝国际（0336.hk）成立于1996年，于2006年登陆港交所。根据Leffingwell香精香料研究机构于2018年发布的数据，公司目前是世界排名第11大香精香料公司，也是榜上唯一一家中国公司。公司是我国香精、烟用原料、香原料的领导企业，并于近年开始探索新型烟草领域。

目前华宝国际主要业务包括香精业务、烟用原料业务、香原料业务及调味品业务。

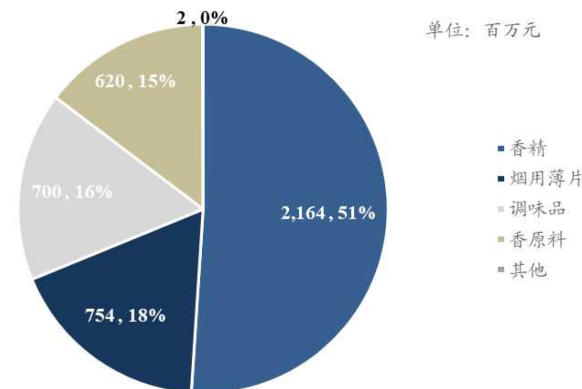
- 香精业务：公司的基础业务也是占比最大的业务，于2018年3月分拆为华宝股份登陆创业板。主要产品为烟用香精、食用、日用香精等，2019年实现营业收入21.6亿元（占比51%），其中约85%为烟用香精，板块盈利约12.9亿元，EBIT率约59.5%;
- 烟用原料业务：2011年公司收购广东金叶开始烟草薄片业务，是目前市场上少数拥有烟草薄片生产牌照的企业，主要产品包括烟草薄片、卷烟新材料，如口味型胶囊、爆珠等，2019年实现营业收入7.54亿元，板块盈利约3.1亿元，EBIT率约41.2%;
- 香原料业务：为配合香精业务发展，公司持续在上游布局香原料，主要产品包括多种天然香料和合成香料，2019年实现营业收入6.2亿元，板块盈利约0.82亿元，EBIT率约13.2%;
- 调味品业务：公司2018年9月完成区域调味料生产商广东嘉豪食品的收购，其旗下拥有劲霸、嘉豪、詹王等品牌，产品包括芥末酱、浓缩果汁、鸡精及功能酱油。2019年调味品业务实现营收7亿元，营运利润约1.45亿元，EBIT率达到20.7%。

图54：华宝国际业务板块布局



数据来源：华宝国际年报，东吴证券研究所

图55：华宝国际2019年分版块收入及占比



数据来源：华宝国际年报，东吴证券研究所

HNB或将打开烟用香精及烟草薄片成长空间：

- 烟用香精：传统卷烟中添加了香精香料的烟草占比较小，而由于HNB的加热方式和烟弹制造工艺导致HNB烟弹的致香成分小于传统卷烟，因此对于**烟用香精的需求有望大幅提升**以增强HNB产品的口感。

- 烟草薄片：根据《湖南中烟烟草薄片采购管理优化研究》，对于造纸法生产的烟草薄片，我国一类卷烟平均使用比例约为4.5%、二类卷烟约5%、三类、四类和五类均约6%，按照2018年1-9月卷烟分类销量数据计算，总体使用比例约为5.42%，远低于海外，例如美国的卷烟品牌中烟草薄片使用比例已达到30%-35%。而由于烟草薄片在保持自然烟叶有效成分的同时，具有均质化、可塑性强等特点，是目前HNB产品中的主要使用的烟草段材料。因此**HNB产品的渗透率提高也将显著带动烟草薄片的需求提升**。

在IQOS取得FDA的MRTP背景下，海外国家逐步放开HNB的上市限制。截至2019年已经有包括日、韩、英、美、欧盟等52个国家（地区）准许IQOS的HNB产品上市，HNB市场规模扩张可期。而国内，2014年以来国家烟草专卖局多次表示要重视HNB相关产品研发。**在HNB市场迅速扩张的情况下，华宝国际作为烟用香精龙头，并且具有传统烟草薄片的生产资产和技术储备，有望受益于HNB市场的成长，打开公司业绩增长空间。**

投资建议

渗透率提升驱动电子烟成长，建议关注产业链龙头

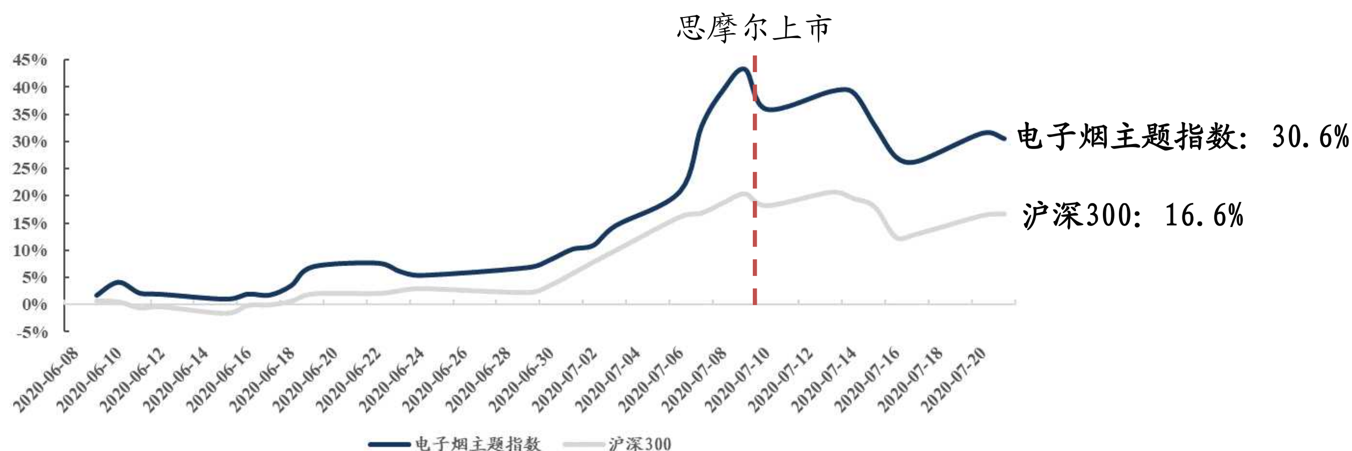
- 全球性控烟和烟草税倒逼电子烟替代传统烟草的同时，电子烟技术日渐成熟，漏液、成本、口感等均得到改善，电子烟市场增长引擎动力充足。根据Frost & Sullivan预测，全球电子烟市场将从2019年的367亿美元增至**2024年的1,115亿美元，CAGR达25%**；市场份额也将从19年的4.2%提升至**24年的9.3%**，渗透率的持续提升有望驱动电子烟的成长。
- 思摩尔上市带动电子烟板块市场关注度提升，上市前一个月至今，**电子烟主题指数显著跑赢沪深300**。
- 建议持续关注**电子烟产业链上下游细分龙头**：

•**上游**：锂电行业龙头【亿纬锂能】（电池是雾化设备重要组件之一，并持有思摩尔33%的股权）

•**中游**：全球雾化设备龙头【思摩尔】、烟用香精龙头【华宝股份】及其拥有烟草薄片布局的母公司【华宝国际】、IQOS精密件二级供应商【盈趣科技】等

•**下游**：小米生态链新型烟草主渠道、云南中烟合作商【劲嘉股份】

图56：思摩尔上市带动电子烟产业业关注度提升，近一月收益率达到30.6%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：电子烟主题指数由wind编制，成分股包括金城医药、亿纬锂能、顺灏股份、美盈森、沃特股份、田中精机、东风股份、劲嘉股份、科瑞技术、盈趣科技、集友股份、爱普股份等。

风险提示

风险提示

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **政策不确定性风险。**部分地区或进一步限制电子烟等新型烟草的销售，可能严重影响电子烟产业链的发展。
- **贸易摩擦风险加剧。**目前美国消费世界上约6成电子烟，而中国生产全球90%的电子烟。中美贸易战将增加出口产品25%的关税，可能增加国内电子烟企业的出口价格，降低其国际市场竞争力。
- **成本上升风险。**电子烟主要组件如雾化设备等，85%以上的成本均来源于原料和劳动。若锂电池、不锈钢等原料价格及人工成本大幅度上升，将影响电子烟产业的盈利能力。
- **宏观经济波动风险。**变动新政治经济事件频发，叠加新冠疫情影响，全球宏观经济面临诸多挑战，存在经济下行风险，电子烟等可选消费可能受到较大的冲击。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 财富家园

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518
撩汉liaohan.net
最好资源zuihaoziyuan.com





START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告